Dom Maklerski BDM S.A.

COMARCH

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO KUPUJ)

WYCENA 158,9 PLN

06 lipca 2016, 09:59 CEST

Uważamy, że Comarch jest jednym z beneficjentów osłabienia złotówki. Dlatego mając na uwadze lepsze od oczekiwań wyniki za 1Q'16 i obiecującą perspektywę na 2Q'16, zdecydowaliśmy się podnieść nasze założenia na cały 2016 rok. Zwracamy także uwagę na potencjał jaki płynie z mocnego portfela zleceń w segmencie handlowo – usługowym, który w połączeniu z uruchomieniem środków z nowej perspektywy UE powinien skutkować powrotem do silnie wzrostowej ścieżki wynikowej już w 2017 roku. Sporą szansa jest także uruchomienie nowej oferty w oparciu o rozwiązania Comarchu i Thanks Again, która w 2017 powinna skutkować podwojeniem liczby obsługiwanych lotnisk oraz osiągnięciem dodatniej rentowności przez ten podmiot. Mając na uwadze powyższe czynniki zdecydowaliśmy się wydać dla Comarchu zalecenie Akumuluj podnosząc przy tym cenę docelową do 158,9 PLN.

Dotychczasowy konsensus rynkowy zakładał, że wraz z 3Q'15 Comarch wejdzie w okres raportowania wyraźnie słabszych wyników, który powinien się zakończyć na przełomie 2016 i 2017 roku. Okresowe spowolnienie miało być wywołane nałożeniem się dwóch czynników, (i) wzrost kosztów spowodowany zwiększeniem zatrudnienia o 800 osób w 2015 roku, (ii) przesunięcie się w czasie przetargów z nowej perspektywy finansowej UE). Jednak dotychczas tylko 3Q'15 i 1Q'16 przyniosły wyraźną erozję wyników, przez co EBITDA za ostatnie cztery kwartały pozostała na poziomie zbliżonym do analogicznego okresu roku poprzedniego. Rezultaty osiągnięte przez Comarch w 4Q'15 i 1Q'16 pozytywnie zaskoczyły rynek, a dobra koniunktura w segmentach telekomunikacyjnym, handlowo – usługowym i przemysłowym w połączniu z korzystnym dla spółki kursem złotówki do euro powinna wbrew naszym wcześniejszym oczekiwaniom skutkować w 2Q'16 wzrostem przychodów i EBITDA o odpowiednio 4,1% i 2,8% r/r. Uważamy, że spowolnienie jest możliwe dopiero w 3Q'16 (zarząd zapowiedział kolejny program stażowy) oraz w 4Q'16 (wysoka baza z 4Q'15 – sprzedaż licencji do 5 krajów ameryki łacińskiej).

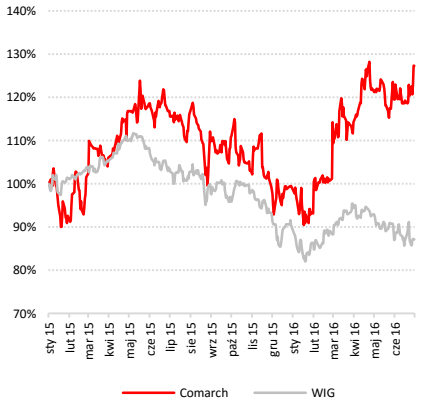
Oczekujemy, że 2017 rok zaowocuje powrotem do wyraźnie wzrostowej ścieżki wynikowej i Comarch będzie w stanie wypracować dwucyfrowy wzrost skonsolidowanej sprzedaży oraz 28,9% wzrost wyniku EBITDA. W dalszym ciągu podtrzymujemy nasze założenia, co do wzrostu w segmencie handlowo – usługowym oraz administracji publicznej. Natomiast dodatkową szansą na rozwój w obszarze handlu jest uruchamiane właśnie nowe rozwiązanie w oparciu o oprogramowanie i infrastrukturę Comarchu oraz model biznesowy i sieć klientów Thanks Again. Zgodnie za założeniami liczba portów lotniczych obsługiwanych przez ten podmiot powinna w przyszłym roku ulec podwojeniu, a pierwsze efekty w rachunku wyników mają być widoczne już od 3Q'16.

Wycena DCF [PLN]	160,1
Wycena porównawcza [PLN]	156,2
Wycena końcowa [PLN]	**158,9**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+10,3%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	144,05
Kapitalizacja [mln PLN]	1 170,5
Ilość akcji [mln szt.]	8,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	147,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	103,70
Stopa zwrotu za 3 mc	26,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	10,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	16,1%
Struktura akcjonariatu:*	
Janusz Filipiak	32,8%
Elżbieta Filipiak	10,4%
Pozostali	56,8%

*Na 16 maja 2016

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

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	1038,4	1131,6	1133,5	1252,8	1315,8	1364,3
EBITDA [mln PLN]	152,9	166,5	143,4	184,9	198,1	212,6
EBIT [mln PLN]	98,5	113,0	77,7	116,3	125,4	136,0
Wynik netto [mln PLN]	68,9	80,3	50,4	90,9	100,5	109,5
P/BV	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
P/E	16,9	14,5	23,1	12,8	11,6	10,7
EV/EBITDA	7,0	6,5	8,0	6,2	5,6	5,1
EV/EBIT	10,9	9,6	14,8	9,8	8,9	8,0



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 5
WYCENA PORÓWNAWCZA 8
WYNIKI ZA 1Q'16 9
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY 14
PROGRAM INWESTYCYJNY 17
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 19

PODSUMOWANIE

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 156,2 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 160,1 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70% ,a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 158,9 PLN.

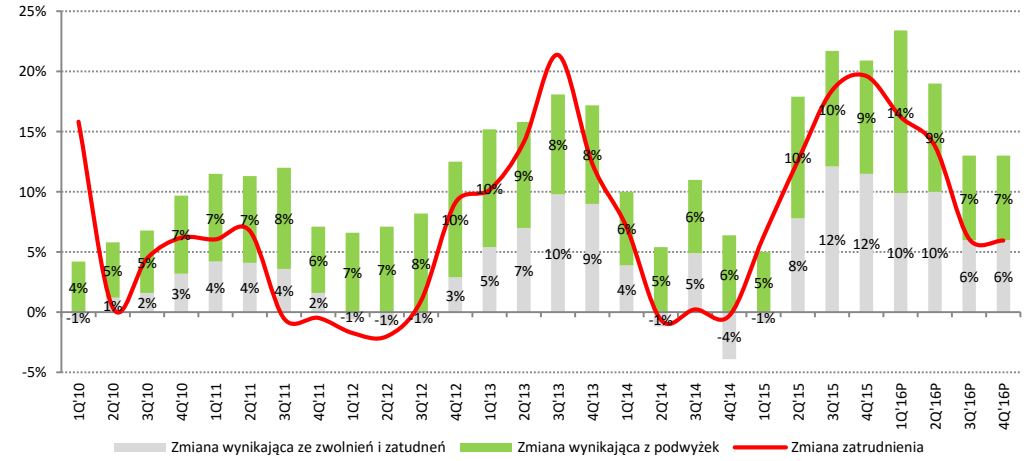
Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	160,1
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	156,2
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		**158,9**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Pozytywnie odnosimy się do wyników raportowanych na przełomie 2015 i 2016 roku, które wyraźnie przebiły założenia rynkowe. Spodziewamy się także, że 2Q'16 wbrew wcześniejszym oczekiwaniom powinien przynieść poprawę wyników do czego ma się przyczynić dobra koniunktura w segmencie telekomunikacyjnym, handlowo – usługowym oraz przemysłowym. Dodatkowo baza z zeszłego roku w administracji publicznej w 2Q' jest niższa niż w 1Q'. Rezultaty Comarchu powinno także wspierać osłabienie złotówki. Pomimo wzrostu funduszu płac spadły koszty zakupu oprogramowania i sprzętu firm trzecich, a ubytek przychodów związany z brakiem dostaw sprzętu i oprogramowania obcego został zrekompensowany usługami i oprogramowaniem własny które są bardziej marżowe. Wzrost kosztów wynagrodzeń jest związany z zatrudnieniem około 800 osób w 2015 roku i jest głównym czynnikiem negatywnie wpływającym na wyniki. Jednak już od 2Q'16 baza z roku poprzedniego wyraźnie rośnie, przez co wpływ rozbudowy kadr w 2015 roku powinien mieć coraz mniejszy wpływ na spółkę. Podczas konferencji wynikowej za 1Q'16, zarząd zapowiedział ponowne zwiększenie zatrudnienia o 300 w 3Q'16 przez obniżyliśmy nasze założenia dotyczące wyników Comarchu w tym okresie.

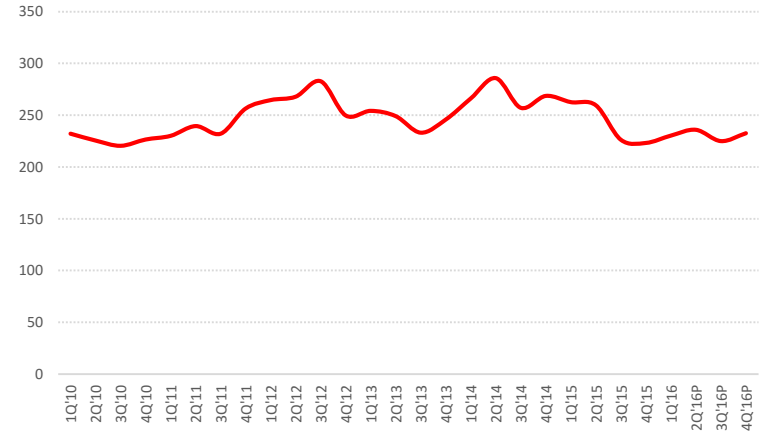
Wpływ zatrudnienia na fundusz płac



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Tak jak zwracaliśmy już uwagę w poprzednim raporcie, trwały powrót do mocno wzrostowej ścieżki wynikowej jest możliwy już w 2017 roku z powodu coraz lepszej sprzedaży do podmiotów handlowo – usługowych oraz spodziewanego ożywienia w administracji publicznej. Istotnym bodźcem dla rezultatów wypracowywanych przez Comarch powinno być osiągnięcie przez Thanks Again w połowie przyszłego roku progu rentowności. Szacujemy, że będzie to możliwe przy podwojeniu bazy obsługiwanych lotnisk na koniec 2017 roku, których obecnie jest około 170. Pomóc ma wprowadzanie do oferty rozwiązań opartych na dotychczasowych produktach Comarchu skierowanych do podmiotów handlowych działających na lotniskach z usługami i modelem biznesowym Thanks Again. Pozwoli to na kompleksową obsługę programów lojalnościowych zarówno od strony infrastrukturalnej oraz marketingowej i w efekcie realizację wyższych marż. Szansą dla Comarchu byłby również decyzja Ministerstwa Finansów o zleceniu budowy centralnego rejestru faktur firmie zewnętrznej, gdyż Comarch posiada kompetencje w zakresie systemów do elektronicznego obiegu faktur docenione również w raporcie Gartnera.

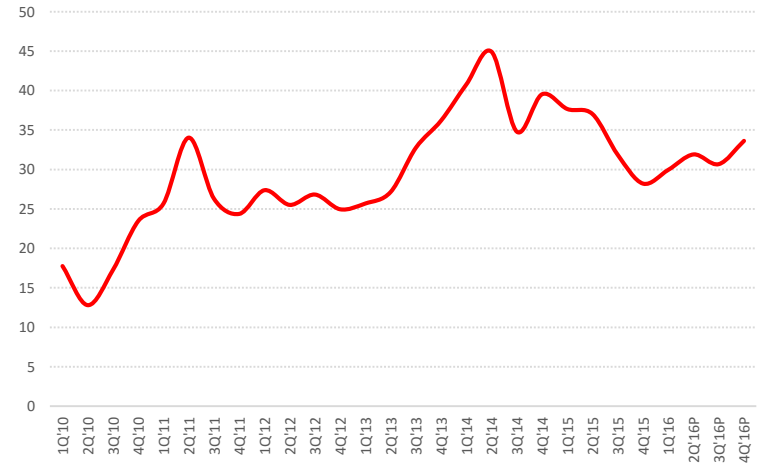
Przychód na pracownika w kolejnych 4 kwartałach narastająco [tys. PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Na skutek spowolnienia w segmencie administracji publicznej wydajność mierzona przychodami na pracownika może być nieco niższa niż miało to miejsce w poprzednich latach. Kadra wykorzystywana przy kontraktach publicznych z reguły nie jest w stanie pracować przy zleceniach innego typu i obecnie w większości nie jest wykorzystywana.

Przychód na pracownika w kolejnych 4 kwartałach narastająco [tys. PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Pozytywnym zjawiskiem jest trend wskazujący na zwiększanie się EBITDA na jednego pracownika, jednak tutaj też widoczne jest okresowe spowolnienie.

Wyniki Comarchu w 1Q'16 na tle konsensusu [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	Prognoza konsensus	różnica
Przychody	246,3	243,2	-1,3%	234,1	3,9%
EBITDA	33,0	28,3	-14,2%	19,3	46,9%
EBIT	18,9	12,3	-35,0%	4,9	149,5%
Zysk netto	22,4	7,2	-67,9%	2,7	169,1%
marża EBITDA	13,4%	11,6%		8,2%	
marża EBIT	7,7%	5,0%		2,0%	
marża netto	9,1%	3,0%		1,1%	

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 1Q'16 spółka mocno przebiła oczekiwania rynkowe, do czego przyczynił się wzrost w segmentach finansowym, handlowo-usługowym i przemysłowym. Pomagała także słaba złotówka.

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 przyrostu skonsolidowanych przychodów w 2017 roku o 11%, a w 2018 o 5%. 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.
- W 3Q'15 Comarch znacząco zwiększył zatrudnienie, przez co wzrósł fundusz płac, a pełną wydajność nowi pracownicy osiągną dopiero po upływie około 12 miesięcy. Spodziewamy się, że wzrost produktywności kadry pracowniczej nałoży się na zwiększoną sprzedaż w 2017 roku, dzięki czemu spółka powinna poprawić wynik EBITDA o 28,9% 2017 roku i 7,1% w 2018 roku.
- Spółka przedstawiła plany upublicznienia niektórych podmiotów na giełdzie w celu zmniejszenia ciężaru ponoszenia nakładów badawczo rozwojowych, co powinno mieć pozytywny wpływ na wycenę Comarchu. 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.
- Do obliczeń przyjęliśmy poziom długu netto z końca 2015 roku.
- 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 6 lipca 2016.

Wycena jednej akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 160,1 PLN

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	1133,5	1252,8	1315,8	1364,3	1405,3	1443,4	1478,9	1515,6	1552,8	1590,8
EBIT [mln PLN]	77,7	116,3	125,4	136,0	140,5	144,4	148,2	151,9	155,7	160,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	0,2
Podatek od EBIT [mln PLN]	14,8	22,1	23,8	25,8	26,7	27,4	28,2	28,9	29,6	30,6
NOPLAT[mln PLN]	62,9	94,2	101,6	110,2	113,8	116,9	120,0	123,0	126,1	130,3
Amortyzacja [mln PLN]	65,7	68,5	72,7	76,6	78,9	80,4	82,0	83,7	85,5	87,3
CAPEX [mln PLN]	-134,7	-112,7	-105,3	-95,5	-91,3	-93,8	-96,1	-98,5	-100,9	-103,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-4,5	-13,1	-15,6	-12,0	-10,1	-9,4	-8,8	-9,1	-9,2	-9,4
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-17,5	36,9	53,4	79,3	91,2	94,1	97,1	99,1	101,4	104,8
DFCF [mln PLN]	-16,8	32,7	43,5	59,4	62,8	59,5	56,4	52,8	49,6	47,0
Suma DFCF [mln PLN]	447,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1761,2									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	790,2		Wzrost w okresie rezydualnym			+2,0%				
Wartość firmy EV [mln PLN]	1237,2									
Dług netto [mln PLN]	-76,2									
Udział mniejszości [mln PLN]	12,7									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	1300,7									
liczba akcji [mln szt.]	8,1									
Wartość na akcje [PLN]	**160,1**									

Przychody zmiana r/r	0,2%	10,5%	5,0%	3,7%	3,0%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%
EBIT zmiana r/r	-31,3%	49,8%	7,8%	8,5%	3,3%	2,7%	2,6%	2,5%	2,5%	3,3%
FCF zmiana r/r	-	-	44,6%	48,4%	15,1%	3,2%	3,2%	2,1%	2,3%	3,3%
Marża EBITDA	12,7%	14,8%	15,1%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,5%	15,5%	15,6%
Marża EBIT	6,9%	9,3%	9,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,1%
Marża NOPLAT	5,6%	7,5%	7,7%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%
CAPEX / Przychody	11,9%	9,0%	8,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
CAPEX / Amortyzacja	205,0%	164,6%	144,8%	124,7%	115,8%	116,7%	117,3%	117,7%	118,1%	118,4%
Zmiana KO / Przychody	0,4%	1,0%	1,2%	0,9%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	237,2%	11,0%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%

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	89,3%	91,3%	93,0%	94,6%	95,9%	97,3%	98,6%	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	10,7%	8,7%	7,0%	5,4%	4,1%	2,7%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	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								
		-3%	**-2%**	**-1%**	**0%**	**1%**	**2%**	**3%**	**4%**	**5%**
Beta	**0,7**	137,2	145,4	155,5	168,3	185,0	207,8	240,7	292,4	385,5
	0,8	129,7	136,9	145,6	156,5	170,5	189,2	215,3	254,5	319,9
	0,9	123,0	129,2	136,8	146,1	158,0	173,5	194,6	225,1	273,1
	1	116,8	122,3	128,9	137,0	147,1	160,1	177,4	201,6	238,0
	1,1	111,1	116,0	121,8	128,8	137,5	148,5	162,9	182,5	210,8
	1,2	105,9	110,2	115,4	121,5	129,0	138,4	150,4	166,5	189,0
	1,3	101,1	105,0	109,5	114,9	121,4	129,5	139,7	153,0	171,2

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%**	145,5	154,9	166,7	181,8	201,9	230,1	272,5	343,0	484,0
	4%	129,7	136,9	145,6	156,5	170,5	189,2	215,3	254,5	319,9
	5%	116,8	122,3	128,9	137,0	147,1	160,1	177,4	201,6	238,0
	6%	105,9	110,2	115,4	121,5	129,0	138,4	150,4	166,5	189,0
	7%	96,7	100,2	104,2	108,9	114,6	121,6	130,3	141,5	156,4
	8%	88,9	91,6	94,8	98,6	103,0	108,3	114,8	122,8	133,2
	9%	82,1	84,3	86,9	89,9	93,4	97,5	102,4	108,4	115,9

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%**	284,4	263,8	245,9	230,1	216,2	203,8	192,6	182,6	173,5
	4%	240,4	220,7	203,8	189,2	176,4	165,2	-3,3	146,4	138,4
	5%	207,8	189,2	173,5	160,1	148,5	138,4	130,0	121,6	114,6
	6%	182,6	165,2	150,7	138,4	127,8	118,7	92,6	103,7	97,5
	7%	162,6	146,4	132,9	121,6	112,0	103,7	98,1	90,2	84,6
	8%	146,4	131,2	118,7	108,3	99,5	91,9	86,9	79,6	74,6
	9%	132,9	118,7	107,1	97,5	89,3	82,4	78,0	71,2	66,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

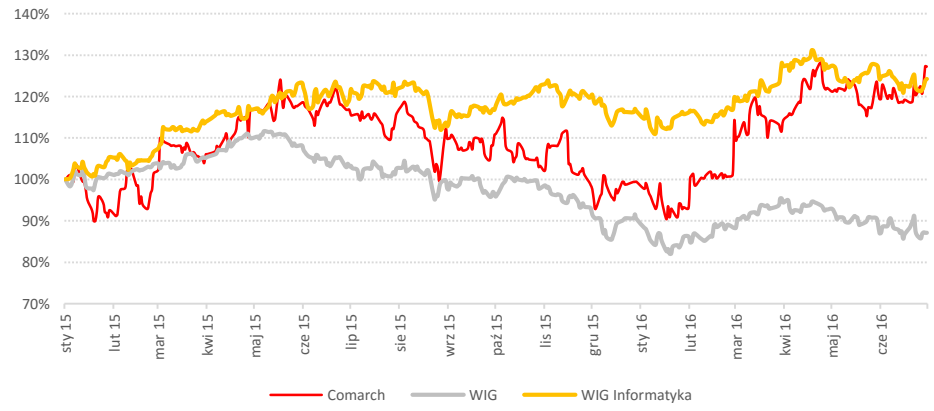
Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2016 -2018 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe i zagraniczne, co naszym zdaniem oddaje charakter działalność Comarchu. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E, EV/EBITDA. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 20% wagę dla 2016 roku i 40% wagę dla lat 2017 – 2018. Wycena metodą porównawczą sugeruje wycenę jednej akcji na poziomie 156,2 PLN

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Atende	21,5	11,3	11,0	7,5	5,5	5,4
Asseco BS	17,4	16,8	16,1	10,8	10,6	10,2
Comp	28,3	12,6	8,8	8,1	6,4	5,0
Qumak	-	22,8	17,8	-	7,8	7,1
Sygnity	50,9	17,8	16,2	6,1	4,7	4,6
Wasko	11,0	7,2	7,1	2,7	2,7	2,7
Asseco Poland	12,2	11,3	11,0	3,6	3,2	3,0
Wincor Nixdorf	17,9	14,4	13,8	8,8	7,3	6,7
IBM	11,4	11,2	10,6	9,5	8,9	8,6
SAP	17,7	16,5	15,2	10,8	10,2	9,6
Microsoft	19,0	18,0	16,2	10,1	9,4	8,3
Capgemini	14,3	12,9	11,9	8,5	7,5	6,6
Oracle	14,6	13,8	13,0	8,9	8,4	7,8
Indra Sistemas	17,7	11,8	9,6	9,7	7,5	6,2
Atos	11,0	10,1	9,5	5,2	4,4	5,1
Mediana wszystkie powyższe spółki	**17,5**	**13,5**	**12,8**	**8,7**	**7,5**	**6,7**
Mediana Podmioty krajowe	**19,4**	**12,6**	**11,0**	**6,8**	**5,5**	**5,0**
Mediana podmioty zagraniczne	**16,1**	**13,3**	**12,4**	**9,2**	**8,0**	**7,3**
Comarch	23,1	12,8	11,6	8,0	6,2	5,6
Premia/dyskonto do mediany (wszystkie podmioty)	31,9%	-4,9%	-9,1%	-7,6%	-17,7%	-16,6%
Premia dyskonto do podmiotów krajowych	18,9%	2,0%	5,1%	17,2%	11,5%	12,2%
Premia dyskonto do podmiotów zagranicznych	43,4%	-3,9%	-6,7%	-13,0%	-22,4%	-22,6%
Wycena wg wskaźnika	106,8	149,4	156,3	155,1	173,7	170,7
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników		**143,7**			**168,8**	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	**156,2**					

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółki *Niskie wskaźniki EV/EBITDA w Asseco Poland wynikają ze znacznych udziałów mniejszości*

Zachowanie kursu Comarchu na tle indeksu WIG i WIG-INFORMATYKA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 1Q'16

Tak jak oczekiwaliśmy 1Q'16 przyniósł erozję wyników Comarchu, jednak skala osłabienia okazała się istotnie niższa, na co wpłynął głównie segment DACH. Rynek oczekiwał spadku przychodów związanego z brakiem nowych przetargów publicznych oraz wysokiej bazy z 1Q'15 wywołanej jednorazową dostawą oprogramowania obcego do jednej z firm telekomunikacyjnych w Polsce. Rezultaty generowane przez Comarch miały być dodatkowo pod presją wyższych kosztów zatrudnienia wynikających z przeprowadzonego w 3Q'15 programu staży studenckich w wyniku którego zatrudnienie zwiększyło się o około 800 osób w skali całego 2015 roku. Wzrost zatrudnienia rzeczywiście wyraźnie odbił się na marżach, jednak brak zamówień publicznych i niższe przychody w polskiej branży telekomunikacyjnej, spółka zrekompensowała sobie realizując większe zamówienia na rynku DACH. Do większej sprzedaży w tym segmencie wymiernie przyczynia się fuzja telekomów na rynku niemieckim, gdzie dwóch klientów Comarchu (KPN i Telefonica) łączy swoje niemieckie sieci komórkowe.

W 1Q'16 wyraźnie rosły przychody z sektora finansowego. Przełożyła się na to sprzedaż tradycyjnych produktów przeznaczonych dla banków oraz rozwiązań z zakresu systemów lojalnościowych, które dotychczas były kierowane głównie do podmiotów działających w handlu i usługach. W 1Q'16 udało się o ponad 40% zwiększyć sprzedaż do firm przemysłowych, dzięki realizacji usług dla jednej z krajowych firm energetycznych. W dłuższym horyzoncie czasowym głównym motorem wzrostu pozostaje segment handel i usługi rosnący w czterech ostatnich kwartałach o 35,4% r/r. Comarch kieruje tam głównie swoje systemy wykorzystywane później przy obsłudze programów lojalnościowych.

Czynnikiem który miał istotny wpływ na sprzedaż i marże generowane w 1Q'16 była również, osłabiająca się złotówka na skutek obniżenia ratingu Polski w styczniu. Jak poinformowali przedstawiciele spółki podczas konferencji wynikowej za 1Q'16, wspomniane osłabienie zostało wykorzystane do zabezpieczenia przychodów realizowanych w euro po kursie 4,5 PLN za EUR.

Skonsolidowane wyniki Comarchu za 1Q'16 [mln PN]

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16	zmiana r/r
Przychody	246,3	243,2	-1,3%	1076,0	1128,4	4,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	63,5	61,1	-3,8%	327,8	337,7	3,0%
EBITDA	33,0	28,3	-14,3%	164,9	161,8	-1,8%
EBIT	18,9	12,3	-35,2%	109,7	106,4	-3,0%
Wynik brutto	22,4	10,7	-52,1%	107,7	96,4	-10,5%
Wynik netto	18,8	7,5	-60,2%	81,9	69,0	-15,8%
Marża brutto	25,8%	25,1%		30,5%	29,9%	
Marża EBITDA	13,4%	11,6%		15,3%	14,3%	
Marża EBIT	7,7%	5,0%		10,2%	9,4%	
Marża netto	9,1%	4,4%		10,0%	8,5%	

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody poszczególnych segmentów wg podziału na grupy odbiorców [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16	zmiana r/r
Telco, media, IT	74,8	65,4	-12,6%	283,8	303,9	7,1%
Finanse i Bankowość	25,4	33,5	32,1%	136,7	159,3	16,6%
Handel i Usługi	31,6	41,4	31,1%	124,7	168,8	35,4%
Przemysł i Utilities	19,1	27,0	41,5%	95,3	120,7	26,7%
Sektor Publiczny	34,6	15,4	-55,5%	181,1	95,0	-47,5%
MISP	51,8	51,9	0,2%	209,0	209,2	0,1%
Sektor medycyna	4,7	3,2	-33,1%	35,8	48,4	35,3%
Pozostali klienci	4,3	5,4	23,9%	9,6	23,0	139,0%

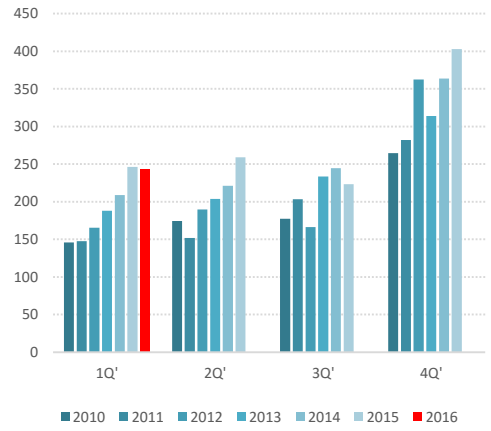
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki Comarchu w poszczególnych segmentach [mln PLN]

Polska	**1Q'15**	**1Q'16**	**zmiana r/r**	**2Q'14-1Q'15**	**2Q'15-1Q'16**	**zmiana r/r**
Przychody	160,9	143,4	-10,9%	665,7	645,4	-3,1%
EBITDA	32,5	30,9	-5,0%	118,9	112,6	-5,3%
EBIT	25,1	21,0	-16,3%	89,2	74,8	-16,2%
Wynik netto	27,7	20,2	-27,0%	81,1	63,3	-22,0%
Marża EBITDA	20,2%	21,6%		17,9%	17,4%	
Marża EBIT	15,6%	14,7%		13,4%	11,6%	
Marża netto	17,2%	14,1%		12,2%	9,8%	
DACH	**1Q'15**	**1Q'16**	**zmiana r/r**	**2Q'14-1Q'15**	**2Q'15-1Q'16**	**zmiana r/r**
Przychody	48,4	59,1	22,1%	223,2	275,6	23,5%
EBITDA	8,2	8,8	6,8%	31,0	67,1	116,5%
EBIT	3,7	4,8	29,8%	14,4	56,1	289,2%
Wynik netto	1,7	1,8	3,6%	9,1	38,5	321,8%
Marża EBITDA	16,9%	14,8%		13,9%	24,4%	
Marża EBIT	7,7%	8,2%		6,5%	20,3%	
Marża netto	3,5%	3,0%		4,1%	14,0%	
Pozostałe	**1Q'15**	**1Q'16**	**zmiana r/r**	**2Q'14-1Q'15**	**2Q'15-1Q'16**	**zmiana r/r**
Przychody	29,8	33,8	13,5%	155,3	180,5	16,2%
EBITDA	-3,6	-4,2	-	22,3	-12,9	-
EBIT	-3,8	-5,1	-	21,3	-15,5	-
Wynik netto	-4,8	-13,9	-	12,1	-32,8	-
Marża EBITDA	-12,1%	-12,4%		14,3%	-7,2%	
Marża EBIT	-12,8%	-15,0%		13,7%	-8,6%	
Marża netto	-16,0%	-41,0%		7,8%	-18,2%	
Inwestycje	**1Q'15**	**1Q'16**	**zmiana r/r**	**2Q'14-1Q'15**	**2Q'15-1Q'16**	**zmiana r/r**
Przychody	0,1	0,1	6,6%	0,5	0,3	-35,1%
EBITDA	-0,4	-0,3	-	-1,1	-1,9	-
EBIT	-0,6	-0,5	-	-2,0	-2,6	-
Wynik netto	-0,5	-0,2	-	-1,0	-0,6	-
Marża EBITDA	-563,2%	-382,7%		-205,2%	-541,3%	
Marża EBIT	-839,5%	-617,3%		-362,6%	-739,8%	
Marża netto	-627,6%	-192,6%		-180,9%	-177,1%	
Sport	**1Q'15**	**1Q'16**	**zmiana r/r**	**2Q'14-1Q'15**	**2Q'15-1Q'16**	**zmiana r/r**
Przychody	3,8	4,8	24,6%	16,5	20,6	24,7%
EBITDA	0,2	0,9	454,0%	2,1	1,4	-34,8%
EBIT	0,0	0,5	--	0,9	0,1	-86,3%
Wynik netto	-0,3	0,7	--	0,9	1,4	56,0%
Marża EBITDA	4,3%	19,0%		12,5%	6,6%	
Marża EBIT	-1,3%	10,9%		5,6%	0,6%	
Marża netto	-8,0%	15,6%		5,3%	6,6%	
Medycyna	**1Q'15**	**1Q'16**	**zmiana r/r**	**2Q'14-1Q'15**	**2Q'15-1Q'16**	**zmiana r/r**
Przychody	3,3	2,0	-40,4%	14,7	6,0	-59,3%
EBITDA	-3,9	5,9	--	-15,5	6,3	-140,7%
EBIT	-5,4	5,1	-	-21,4	3,8	-117,9%
Wynik netto	-5,1	-1,3	-	-20,3	-0,8	-
Marża EBITDA	-116,6%	295,7%		-105,5%	105,3%	
Marża EBIT	-161,5%	258,9%		-145,7%	64,1%	
Marża netto	-152,3%	-63,2%		-138,3%	-13,8%	

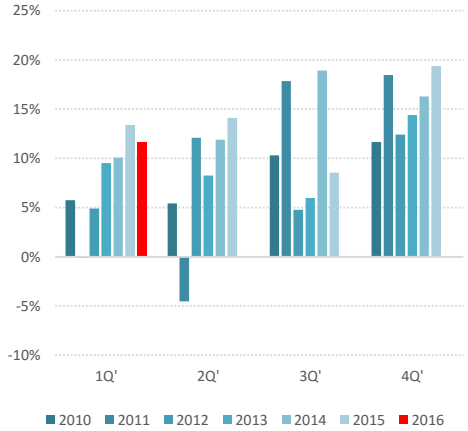
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody Comarchu w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

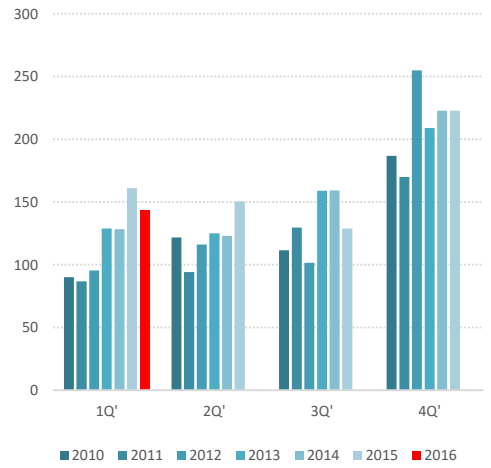
Marża EBITDA Comarchu w ujęciu kwartalnym



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

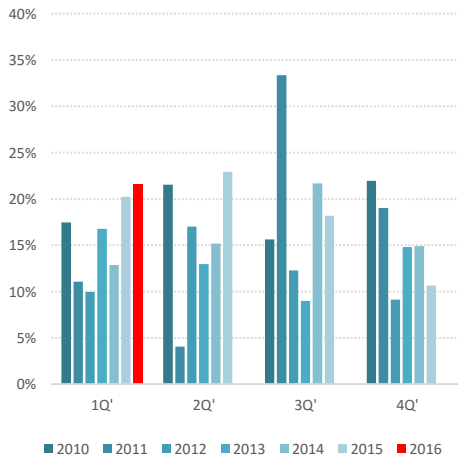
Na rynku polskim spadek przychodów w 1Q'16 wywołany był kryzysem na rynku zamówień publicznych. W związku ze zmianą kadr na różnych szczeblach administracji centralnej, prace nad przetargami finansowanymi z nowej perspektywy finansowej UE przesunęły się w czasie. Dodatkowo w 1Q'15 miała miejsce jednorazowa dostawa oprogramowania obcego do jednej z firm telekomunikacyjnych tworząc wysoką bazę wynikową. Ubytek w przychodach udało się częściowo zneutralizować dzięki wyższej sprzedaży do podmiotów z sektora finansowego, handlowo-usługowego i przemysłowego. Dzięki temu przychody generowane na terenie Polski spadły tylko o 11%. Nieznacznej poprawie uległ wynik EBITDA segmentu, ponieważ poprawiła się struktura sprzedaży, w której zwiększył się udział usług oraz oprogramowania własnego, cechujących się dużo lepszą marżowością niż sprzęt i oprogramowanie obce. Od 4Q'15 w wynikach segmentu „Polska" prezentowana jest także sprzedaż rozwiązań informatycznych dla sektora medycznego, jednak jednostki służby zdrowia także odczuwają brak przetargów z nowej perspektywy finansowej UE.

Przychody segmentu Polska [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

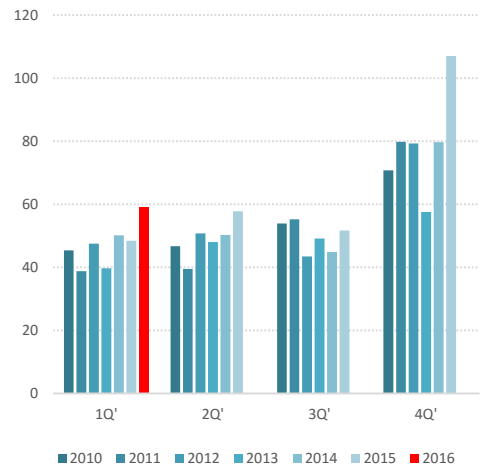
Marża EBITDA segmentu Polska



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

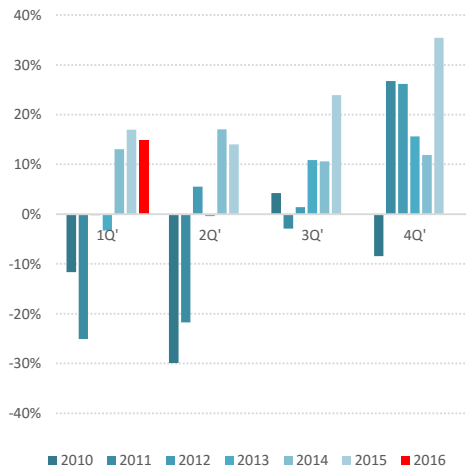
W segmencie DACH widać już od dwóch kwartałów wyraźny wzrost sprzedaży. Największy wpływ ma na to fuzja dwóch klientów Comarchu w segmencie telekomunikacyjnym skutkująca dodatkowymi zleceniami, co powinno występować jeszcze w 2Q'16, ale od 3Q'16 trend powinien się odwracać. W tym regionie spółka doskonale sobie radzie w dywizji przemysłowej i handlowo – usługowej, gdzie w 1Q' udało się zwielokrotnić sprzedaż. Dodatkowym czynnikiem mającym pozytywne odzwierciedlenie w wynikach osiąganych w regionie DACH jest osłabiająca się złotówka.

Przychody segmentu DACH [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

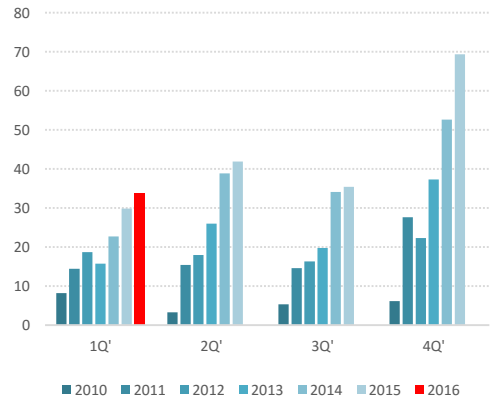
Marża EBITDA segmentu DACH



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

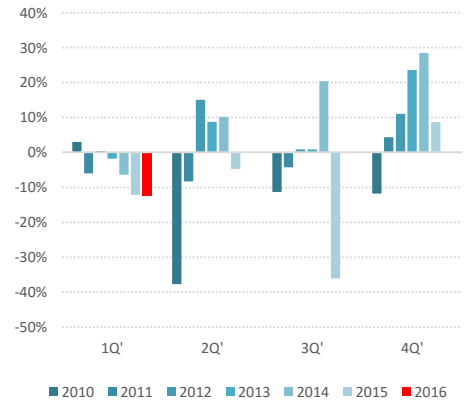
W krajach innych niż niemieckojęzyczne udaje się Comarchowi systematycznie zwiększać przychody głównie za sprawą segmentu telekomunikacyjnego i handlowo – usługowego. W 4Q'16 spółka podpisała 5 kontraktów na wdrożenie i utrzymanie swoich rozwiązań o łącznej wartości około 100 mln PLN. Realizacja tych umów została przewidziana na lata 2015 – 2018. Od zeszłego roku można zauważyć także ujemną rentowność w segmencie „pozostałe", jest to efektem intensywnego rozbudowania struktur sprzedażowych na rynkach zagranicznych, co powinno przynieść efekt w postaci wyższych przychodów w kolejnych latach.

Przychody segmentu Pozostałe [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

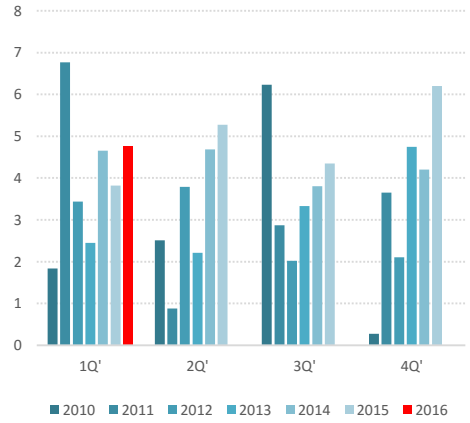
Wynik EBITDA segmentu Pozostałe



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

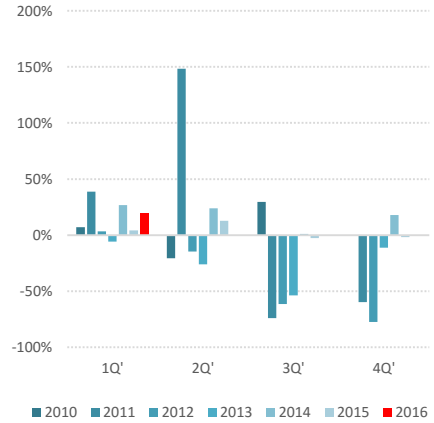
Działalność sportowa skupia się wokół klubu piłkarskiego MKS Cracovia i ze względu na swoją specyfikę nie przynosi trwałych zysków.

Przychody segmentu sport [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

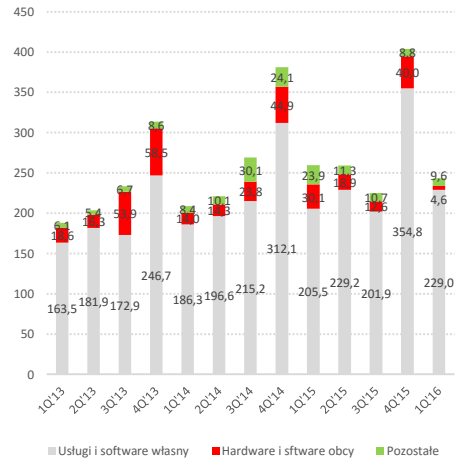
Wynik EBITDA segmentu sport



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

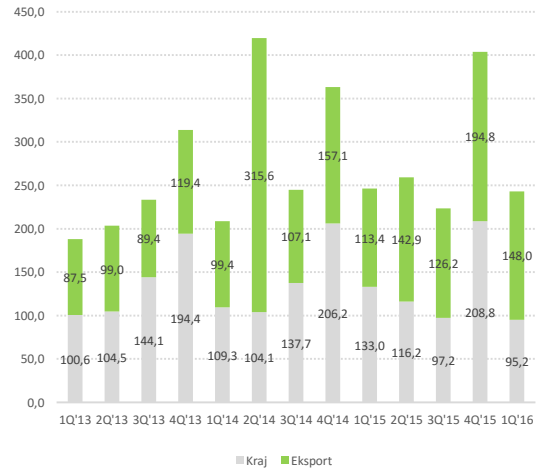
Względem zeszłego roku znacznie spadł udział sprzętu i oprogramowania obcego w przychodach, wzrosła natomiast sprzedaż usług i oprogramowania własnego, zarówno w ujęciu procentowym jak i nominalnym. Miało to pozytywne przełożenie na rentowność Comarchu, ponieważ zdecydowanie bardziej marżowa jest sprzedaż usług i oprogramowania własnego. Wzrost udziału eksportu sprawia, że Comarch w coraz większym stopniu korzysta na osłabieniu złotówki

Struktura przychodów według grup produktów [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Geograficzna struktura przychodów [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Pomimo trudnej sytuacji na rynku publicznym spodziewamy się w 2Q'16 4,1% wzrostu przychodów, co powinno być efektem korzystnego wpływu słabej złotówki na wyniki Comarchu. Podczas konferencji wynikowej za 1Q'16 zarząd spółki zapowiedział, że w najbliższych okresach rynek DACH w dalszym ciągu powinien mieć pozytywny wpływ na dynamikę skonsolidowanych wyników, co w połączeniu z niską już bazą w segmencie administracji publicznej w 2Q'16 powinno skutkować wzrostem sprzedaży i wygenerowaniem o 2,8% wyższego wyniku EBITDA.

3Q'16 w naszym mniemaniu może być słabszy r/r pomimo niskiej bazy z roku poprzedniego. Na takie oczekiwania wpływ ma zapowiedziane już ponowne zwiększenie zatrudnienia o kolejne 300 osób właśnie w 3Q'16. Ponadto jeszcze w tym roku powinno być odczuwalne stopniowe spowolnienie na rynku DACH w obszarze telekomunikacji. Dotychczasowe ożywienie jest widoczne min. dzięki połączeniu sieci komórkowych na rynku niemieckim przez dwóch dotychczasowych klientów Comarchu (KPN i Telefonica). Prognozujemy, że spowolnienie może być odczuwalne już w 3Q'16 i spowoduje spadek wyniku EBITDA do poziomu 17,8 mln PLN (-6,8% r/r) przy wpływach ze sprzedaży na poziomie zbliżonym do tego z 3Q'15.

W dalszej perspektywie Comarch powinien odczuwać pozytywny wpływ coraz lepszego portfela zamówień w obszarze handlowo – usługowym. Zgodnie z założeniami prezentowanymi przez zarząd, ten segment ma w najbliższych latach być głównym motorem rozwoju spółki. W celu dalszego rozwoju oferty w tym obszarze w 3Q'15 została przeprowadzona transakcja nabycia 42,5% udziałów w Thanks Again zajmującym się obsługą programów lojalnościowych dla portów lotniczych w Ameryce Północnej. Od 2Q'16 ruszyła nowa oferta bazująca na autorskich rozwiązaniach Comarchu i Thanks Again, co docelowo powinno skutkować poszerzeniem liczby obsługiwanych lotnisk ze 170 obecnie do 300 w perspektywie około 2 lat.

Prognozy wyników [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	246,3	259,1	223,4	402,7	243,2	269,8	224,4	396,1	1131,6	1133,5	1252,8	1315,8
Zysk brutto ze sprzedaży	63,5	81,7	57,2	137,8	61,1	78,6	55,3	123,7	340,1	318,7	385,5	405,6
EBITDA	**33,0**	**36,5**	**19,1**	**78,0**	**28,3**	**37,6**	**17,8**	**59,8**	**166,5**	**143,4**	**184,9**	**198,1**
Polska	*32,5*	*34,5*	*23,4*	*23,8*	*30,9*	*34,9*	*24,3*	*40,8*	*114,2*	*131,0*	*136,2*	*141,6*
DACH	*8,2*	*8,1*	*12,4*	*37,9*	*8,8*	*7,7*	*5,8*	*15,3*	*66,6*	*37,6*	*35,9*	*33,8*
Pozostałe	*-3,6*	*-2,0*	*-12,8*	*6,0*	*-11,6*	*-3,7*	*-11,0*	*5,1*	*-12,3*	*-21,2*	*15,1*	*23,1*
Inwestycje	*-0,4*	*-0,6*	*-0,7*	*-0,3*	*-0,3*	*-0,4*	*-0,4*	*-0,4*	*-2,0*	*-1,4*	*-1,4*	*-1,4*
Sport	*0,2*	*0,7*	*-0,1*	*-0,1*	*0,9*	*0,3*	*0,3*	*0,3*	*0,6*	*1,9*	*1,4*	*1,5*
Medycyna	*-3,9*	*-4,2*	*-3,3*	*7,9*	*-0,1*	*-0,8*	*-0,7*	*-0,7*	*-3,5*	*-2,3*	*-0,4*	*1,5*
EBIT	18,9	25,4	4,5	64,2	12,3	21,5	1,1	42,8	113,0	77,7	116,3	125,4
Wynik brutto	22,4	21,6	2,9	61,2	10,7	11,7	0,1	41,2	108,1	63,7	112,2	124,1
Wynik netto	18,8	17,5	0,2	43,8	7,5	9,5	0,1	33,4	80,3	50,4	90,9	100,5
Marża brutto	25,8%	31,5%	25,6%	34,2%	25,1%	29,1%	24,6%	31,2%	30,1%	28,1%	30,8%	30,8%
Marża EBITDA	**13,4%**	**14,1%**	**8,5%**	**19,4%**	**11,6%**	**13,9%**	**7,9%**	**15,1%**	**14,7%**	**12,7%**	**14,8%**	**15,1%**
Polska	*20,2%*	*22,9%*	*18,2%*	*10,7%*	*21,6%*	*24,5%*	*18,7%*	*17,6%*	*17,2%*	*20,2%*	*18,9%*	*19,1%*
DACH	*16,9%*	*14,0%*	*23,9%*	*35,4%*	*14,8%*	*10,9%*	*12,6%*	*18,7%*	*25,1%*	*14,6%*	*14,3%*	*13,6%*
Pozostałe	*-12,1%*	*-4,7%*	*-36,1%*	*8,7%*	*-34,3%*	*-7,4%*	*-26,8%*	*6,8%*	*-7,0%*	*-10,6%*	*6,0%*	*7,8%*
Inwestycje	*-563,2%*	*-715,9%*	*-839,7%*	*-312,0%*	*-382,7%*	*-449,2%*	*-442,8%*	*-438,5%*	*-583,4%*	*-428,3%*	*-552,6%*	*-545,1%*
Sport	*4,3%*	*12,7%*	*-2,5%*	*-1,9%*	*19,0%*	*6,0%*	*6,6%*	*6,7%*	*2,9%*	*9,4%*	*7,9%*	*8,4%*
Medycyna	*-116,6%*	*-115,6%*	*-107,7%*	*-289,3%*	*-5,4%*	*-50,7%*	*-48,9%*	*-47,6%*	*-47,6%*	*-35,7%*	*-4,8%*	*14,6%*
Marża EBIT	7,7%	9,8%	2,0%	15,9%	5,0%	8,0%	0,5%	10,8%	10,0%	6,9%	9,3%	9,5%
Marża netto	9,1%	8,3%	1,3%	15,2%	4,4%	4,3%	0,0%	10,4%	9,6%	5,6%	9,0%	9,4%

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PERSPEKTYWY SEGMENTÓW WEDŁUG GRUP ODBIORCÓW

Prognozy wyników według grup odbiorców [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2015	2016P	2017P	2018P
Telekomunikacja, Media, IT	74,8	71,6	52,4	114,5	65,4	80,5	44,0	85,4	313,3	275,2	279,5	286,2
Finanse i Bankowość	25,4	35,9	34,2	55,7	33,5	37,7	35,9	58,7	151,1	165,9	169,7	173,2
Handel i Usługi	31,6	41,2	34,2	52,0	41,4	48,6	40,3	61,2	159,0	191,5	232,3	262,1
Przemysł i Utilities	19,1	22,6	30,3	40,8	27,0	23,4	31,4	42,3	112,8	124,2	128,4	131,6
Sektor Publiczny	34,6	23,2	17,8	38,6	15,4	16,3	16,1	38,7	114,2	86,6	135,6	144,8
MISP	51,8	46,0	44,3	67,1	51,9	50,5	47,5	69,2	209,1	219,1	232,3	239,3
Sektor Medycyna	4,7	12,8	5,0	27,4	3,2	7,0	3,6	34,7	49,9	48,4	54,6	58,1
Pozostali klienci	4,3	5,8	5,2	6,8	5,4	0,4	0,5	0,7	22,0	2,1	2,1	2,1

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Telekomunikacja, Media, IT

Obecnie segment ten rozwija się dzięki sprzedaży do krajów Ameryki Łacińskiej oraz większym zleceniom z regionu DACH. Zakładamy, że pozytywny wpływ fuzji dwóch klientów Comarchu na rynku niemieckim może być widoczny jeszcze w 2Q'16, jednak już od 3Q'16 oczekujemy wyraźnej erozji wyników w tym obszarze. Największą szansą dla Comarchu w tej branży jest rozwój na rynkach wschodzących takich jak kraje Ameryki Południowej oraz południowo-wschodniej Azji. Po udanym 2015 roku w zakresie sprzedaży licencji, rok 2016 powinien zaowocować dalszym wzrostem sprzedaży związanym z kontraktami podpisanymi na około 100 mln PLN dotyczące wdrożenia rozwiązań Coamrchu w 5 krajach Ameryki Łacińskiej. Dostawa licencji występuje na samym początku realizacji tych kontraktów, dlatego w kolejnych okresach rentowność realizowana na rynkach zagranicznych z wyłączeniem krajów niemieckojęzycznych może być ujemna.

Finanse i Bankowość

2Q'16 powinien przynieść wyhamowanie dynamiki sprzedaży w finansach i bankowości. Dotychczasowe rezultaty były generowane dzięki pojedynczym kontraktom z bankami, które nie będą miały wpływu na wyniki spółki w kolejnych kwartałach. Szansą na umacnianie pozycji w tym sektorze jest sprzedaż rozwiązań z zakresu programów lojalnościowych sprzedawanych dotychczas podmiotom z branży handlowo – usługowej.

Handel i Usługi

Uważamy, że dodatkowym impulsem dla wyników generowanych w tej dywizji będą synergie sprzedażowe związane z przejętym w 3Q'15 Thanks Again. Od 2Q'16 w ofercie znalazły się rozwiązania oparte na produktach Comarchu i amerykańskiej spółki. Dotychczas współpraca między obydwoma podmiotami sprowadzała się do dostarczania oprogramowania przez Comarch, które potem było wykorzystywane do świadczenia usług związanych z obsługą programów lojalnościowych dla lotnisk. Dzięki przejęciu udziałów w Thanks Again, Comarch będzie mógł świadczyć bardziej kompleksowe usługi w oparciu o swoje oprogramowanie, co powinno pozwolić na zwiększenie skali obsługiwanych lotnisk. Pełne efekty synergii przychodowych powinny być widoczne dopiero w przyszłym roku, dlatego oczekujemy, że w 2Q'16 Thanks Again będzie nadal negatywnie kontrybuował do skonsolidowanego wyniku Comarchu. Nie spodziewamy się natomiast odpisania wartości udziałów w tym podmiocie.

Przemysł i Utilities

Wzrost powinien być utrzymany również w 2Q'16, dzięki realizacji zwiększonych zamówień dla podmiotów z tego sektora w Polsce. Dotychczas Comarch sprzedawał tutaj głównie rozwiązania firm trzecich, jednak obecnie rozpoczął wdrożenia swoich rozwiązań z zakresu obsługi programów lojalnościowych, co według nas powinno skutkować lepszą sprzedażą w tym segmencie oraz wzrostem marż również w 2Q'16.

Sektor Publiczny

Spodziewamy się że 2Q'16 zaowocuje 30% spadkiem sprzedaży w tym segmencie, jednak zwracamy uwagę, że jest to dynamika wyraźnie niższa niż ta, która miała miejsce w poprzednich okresach. Przyczyną jest niższa baza z zeszłego roku. 3Q' może przynieść już względną stabilizację przychodów, a od 2017 roku oczekujemy poprawy związanej z uruchomieniem przetargów finansowanych z nowej perspektywy finansowej UE. Szansą na rozwój w tym segmencie mogłaby być budowa centralnego rejestru faktur, ponieważ Comarch ma zbudowane kompetencje w tym obszarze. Jednak aktualnie Ministerstwo Finansów planuje budowę tego systemu przy wykorzystaniu własnych zasobów.

Małe i Średnie Przedsiębiorstwa

Specyfika polskiego rynku oprogramowania dla małych firm powoduje, że są one uzależnione od dostępności finansowania ze środków unijnych. W efekcie przesunięcia rozdanie ze środków unijnych wzrost sprzedaży rozwiązań dla małych i średnich podmiotów powinien w całym 2016 roku wynieść niespełna 5%. W samym 2Q'16 prognozujemy 10% wzrost r/r, na co może wpłynąć efekt słabej złotówki gdyż około połowę przychodów z tego sektora Comarch wypracowuje w regionie DACH.

Medycyna

Segment medycyna w dalszym ciągu negatywnie kontrybuuje do skonsolidowanych wyników Comarchu. Oczekujemy że sytuacja ta ulegnie zmianie od 2017 roku, kiedy spółka osiągnie odpowiednią skalę działalności w obszarze telemedycyny. Obecnie skomercjalizowane zostały rozwiązania w zakresie zdalnej opieki położniczej. Urządzenia produkowane przez Comarch pozwalają na przeprowadzenie badania KTG w domowych warunkach. Oczekiwaną skalę działalności powinny przynieść rozwiązania w zakresie telekardiologii, która według naszych szacunków powinna zwiększyć przychody segmentu o 3 mln PLN.

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. Również występ w europejskich pucharach powinien nie powinien istotnie wpłynąć na wyniki tej działalności. Spodziewamy się, że wyższy koszt spowodowany wzmocnieniem składu zostanie zneutralizowany dzięki sprzedaży dodatkowych licencji na transmisję z rozgrywek.

Zmiana prognoz względem ostatniego raportu [mln PLN]

	2016P poprzednia	2016P obecna	Zmiana	2017P poprzednia	2017P obecna	Zmiana
Przychody	1106	1133,5	2,5%	1225,7	1252,8	2,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	308,2	318,7	3,4%	363,2	385,5	6,1%
EBITDA	134,7	143,4	6,5%	180	184,9	2,7%
EBIT	76,2	77,7	2,0%	113,6	116,3	2,4%
Wynik brutto	63,1	63,7	1,0%	105,3	112,2	6,6%
Wynik netto	51,1	50,4	-1,3%	85,3	90,9	6,6%
Marża brutto	27,9%	28,1%		29,6%	30,8%	
Marża EBITDA	12,2%	12,7%		14,7%	14,8%	
Marża EBIT	6,9%	6,9%		9,3%	9,3%	
Marża netto	4,6%	4,4%		7,0%	7,3%	

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A.

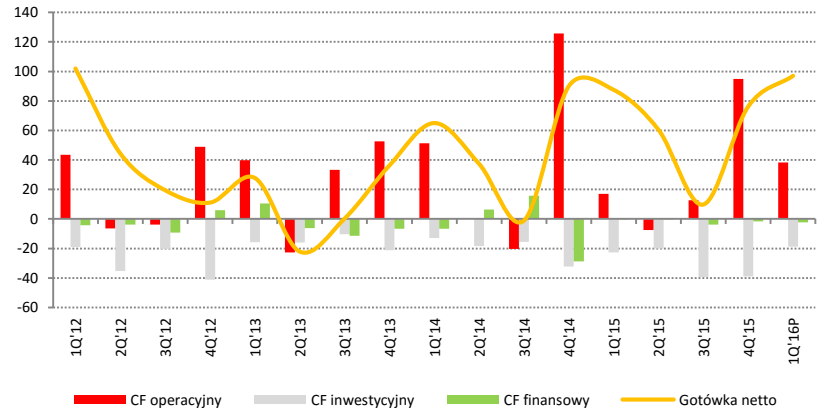
PROGRAM INWESTYCYJNY

Skutkiem dynamicznego rozwoju jest konieczność ponoszenia znacznych nakładów inwestycyjnych w celu utrzymania konkurencyjności. Na 2016 rok Comarch przewiduje kulminacje w realizowanych projektach inwestycyjnych, których łączna wartość ma przekroczyć 130 mln PLN. Oprócz standardowych nakładów odtworzeniowych spółka chce do 3Q'16 wyposażyć fabrykę przeznaczoną do krótkoseryjnej produkcji urządzeń elektronicznych na terenie krakowskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej. Koszt tej inwestycji powinien wynieść kilkanaście mln PLN. W tym roku planowane jest także zakończenie budowy nowego biurowca w Łodzi, która w tym roku może wiązać się z wydatkami rzędu 30 mln PLN.

W 1Q'16 została podpisana umowa na przystosowanie budynku w Lille należącego do Comarchu na potrzeby nowego data center. Zakończenie inwestycji planowane jest na 2Q'17, a jej koszt wynosi około 32 mln PLN. W 1Q'16 podpisana została także umowa z Budimex-em na budowę kolejnego budynku na terenie krakowskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej (SSE7), której wartość wynosi 69,7 mln PLN. Inwestycja powinna się zakończyć w 3Q'17. W nowym budynku w Krakowie będą miejsca dla 2000 pracowników Comarchu. Znaczna cześć z nich zostanie wykorzystana od razu, ponieważ w celu optymalizacji kosztów, spółka zamierza przenieść tam swoją kadrę z wynajmowanych dotychczas lokalizacji. Uwzględniając obecne tempo rozwoju wspomniane inwestycje powinny zaspokoić potrzeby Comarchu na okres 2-3 lat.

W zeszłym roku Coamarch dokonał akwizycji 42,5% udziałów w amerykańskiej spółce zajmującej się obsługą programów lojalnościowych dla lotnisk i podmiotów prowadzących swoją działalność na ich terenie. Thanks Again opierał dotychczas swoje rozwiązania na oprogramowaniu Comarchu, który za pomocą tej akwizycji chce zacząć kompleksową obsługę programów lojalnościowych, gdzie dotychczas skupiał się tylko na dostarczaniu oprogramowania. Początkiem 2Q'16 ruszył pilotaż polegający na wprowadzeniu do oferty rozwiązań opartych na produktach obu podmiotów. Zakładamy, że pierwsze efekty w postaci poprawy wyników Thanks Again powinny być widoczne już na przełomie 3Q' i 4Q'16. Uważamy że dzięki synergiom sprzedażowym do 2017 roku liczba obsługiwanych lotnisk powinna ulec podwojeniu (obecnie jest to 170), co pozwoli na osiągnięcie dodatniej rentowności przez ten podmiot.

CAPEX i cash flow Comarchu



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **„Brexit".** Uważamy, że prawdopodobne wyjście Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej nie wpłynie znacząco na działalność Comarchu. Przychody realizowane na tamtejszym rynku nie przekraczają 5% skonsolidowanych przychodów spółki, a zawirowania na rynkach finansowych wpływają na osłabienie się złotówki, co ma pozytywny wpływ na wyniki Comarchu.
- **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.
- **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 wielu 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 silna deprecjacja 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. S**półki 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 obciążyły wynik za 2013 rok i nie przewiduje dalszego ich zwiększenia.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa Trwałe	**551,5**	**606,0**	**677,5**	**721,7**	**754,3**	**773,2**	**785,7**	**799,1**	**813,3**	**828,1**	**843,6**	**859,7**
Wartości niematerialne i prawne	111,1	107,2	111,8	117,4	121,3	123,2	124,2	125,4	126,6	127,9	129,3	130,7
Rzeczowe aktywa trwałe	391,0	422,6	490,5	529,2	557,8	574,8	586,2	598,5	611,5	625,0	639,1	653,7
Pozostałe aktywa trwałe	49,5	76,2	75,2	75,2	75,2	75,2	75,2	75,2	75,2	75,2	75,2	75,2
Aktywa obrotowe	**665,1**	**698,8**	**647,9**	**677,8**	**711,4**	**738,2**	**742,6**	**746,0**	**749,2**	**750,6**	**774,0**	**798,8**
Zapasy	47,9	51,4	50,4	55,7	58,5	60,6	62,5	64,1	65,7	67,4	69,0	70,7
Należności handlowe	381,6	417,8	419,3	459,0	480,0	496,2	509,9	522,5	534,4	546,6	559,0	571,7
środki pieniężne	232,5	221,8	161,3	146,2	156,0	164,5	153,4	142,4	132,1	119,7	129,0	139,5
Pozostałe aktywa obrotowe	3,1	7,8	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Aktywa razem	**1216,6**	**1304,8**	**1325,4**	**1399,6**	**1465,7**	**1511,4**	**1528,3**	**1545,1**	**1562,4**	**1578,7**	**1617,5**	**1658,5**
Kapitały własne	**700,7**	**780,6**	**831,5**	**909,8**	**987,6**	**1046,8**	**1078,2**	**1110,0**	**1142,5**	**1175,9**	**1209,8**	**1245,7**
Zobowiązania długoterminowe	**161,5**	**152,7**	**152,3**	**132,3**	**112,3**	**92,3**	**72,3**	**52,3**	**52,3**	**40,6**	**40,6**	**40,6**
Zobowiązania finansowe	121,7	113,6	111,7	91,7	71,7	51,7	31,7	11,7	11,7	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	39,8	39,1	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6
Zobowiązania krótko terminowe	**354,3**	**371,6**	**341,5**	**357,4**	**365,8**	**372,3**	**377,7**	**382,8**	**367,6**	**362,1**	**367,1**	**372,2**
Zobowiązania finansowe	20,9	32,1	30,3	30,3	30,3	30,3	30,3	30,3	10,3	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	188,7	177,1	162,5	178,4	186,8	193,2	198,7	203,8	208,5	213,4	207,0	212,1
Pozostałe zobowiązania	165,6	194,5	179,0	179,0	179,0	179,0	179,0	179,0	159,0	148,7	160,0	160,0
Pasywa razem	**1216,6**	**1304,8**	**1325,4**	**1399,6**	**1465,7**	**1511,4**	**1528,3**	**1545,1**	**1562,4**	**1578,7**	**1617,5**	**1658,5**

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1038,4	1131,6	1133,5	1252,8	1315,8	1364,3	1405,3	1443,4	1478,9	1515,6	1552,8	1590,8
EBITDA	152,9	166,5	143,4	184,9	198,1	212,6	219,4	224,7	230,2	235,6	241,1	248,1
Polska	*102,9*	*114,2*	*131,0*	*136,2*	*141,6*	*146,3*	*149,5*	*152,2*	*155,0*	*157,9*	*160,7*	*163,4*
DACH	*29,4*	*66,6*	*37,6*	*35,9*	*33,8*	*31,7*	*26,1*	*26,5*	*27,0*	*27,4*	*27,9*	*29,6*
Pozostałe	*24,4*	*-12,3*	*-21,2*	*15,1*	*23,1*	*32,0*	*40,9*	*42,9*	*44,7*	*46,7*	*48,9*	*51,3*
Inwestycje	*-0,8*	*-2,0*	*-1,4*	*-1,4*	*-1,4*	*-1,4*	*-1,4*	*-1,5*	*-1,5*	*-1,6*	*-1,6*	*-1,7*
Sport	*3,2*	*0,6*	*1,9*	*1,4*	*1,5*	*1,6*	*1,6*	*1,7*	*1,7*	*1,7*	*1,8*	*1,8*
Medycyna	*-14,3*	*-3,5*	*-2,3*	*-0,4*	*1,5*	*4,7*	*5,0*	*5,3*	*5,7*	*5,9*	*6,1*	*6,2*
EBIT	98,5	113,0	77,7	116,3	125,4	136,0	140,5	144,4	148,2	151,9	155,7	160,8
Saldo działalności finansowej	-6,0	-4,9	-13,9	-4,1	-1,3	-0,9	-0,4	-0,1	0,3	0,7	0,6	0,6
Wynik brutto	92,6	108,1	63,7	112,2	124,1	135,2	140,1	144,3	148,4	152,6	156,3	161,5
Wynik netto	68,9	80,3	50,4	90,9	100,5	109,5	113,5	116,9	120,2	123,6	126,6	130,8

Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	157,4	117,0	82,5	131,9	159,1	175,1	182,8	188,0	193,3	197,6	202,3	208,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-79,0	-121,2	-138,8	-111,8	-104,5	-94,7	-90,5	-93,1	-95,4	-97,9	-100,3	-102,8
Przepływy z działalności finansowej	-13,2	-6,1	-4,3	-35,0	-44,8	-71,9	-103,3	-106,0	-108,1	-112,2	-92,7	-94,9
Przepływy pieniężne netto	65,2	-10,2	-60,5	-15,0	9,8	8,5	-11,1	-11,0	-10,3	-12,5	9,3	10,5
Środki pieniężne na początek okresu	167,2	232,4	221,8	161,2	146,2	156,0	164,5	153,4	142,4	132,1	119,7	129,0
Środki pieniężne na koniec okresu	232,5	221,8	161,3	146,2	156,0	164,5	153,4	142,4	132,1	119,7	129,0	139,5

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	10,6%	9,0%	0,2%	10,5%	5,0%	3,7%	3,0%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%
EBITDA zmiana r/r	63,0%	8,9%	-13,9%	28,9%	7,1%	7,3%	3,2%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,9%
EBIT zmiana r/r	235,2%	14,7%	-31,3%	49,8%	7,8%	8,5%	3,3%	2,7%	2,6%	2,5%	2,5%	3,3%
Zysk netto zmiana r/r	190,9%	16,5%	-37,2%	80,2%	10,6%	8,9%	3,7%	3,0%	2,9%	2,8%	2,4%	3,3%
Marża brutto na sprzedaży	29,6%	30,1%	28,1%	30,8%	30,8%	31,2%	31,2%	31,2%	31,3%	31,3%	31,3%	31,4%
Marża EBITDA	14,7%	14,7%	12,7%	14,8%	15,1%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,5%	15,5%	15,6%
Marża EBIT	9,5%	10,0%	6,9%	9,3%	9,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,1%
Marża netto	6,5%	7,0%	4,4%	7,3%	7,6%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%
COGS/przychody	70,4%	69,9%	71,9%	69,2%	69,2%	68,8%	68,8%	68,8%	68,7%	68,7%	68,7%	68,6%
SG&A/ przychody	18,0%	19,7%	21,1%	20,5%	20,3%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%
SG&A/COGS	25,6%	28,1%	29,4%	29,6%	29,3%	29,4%	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%	29,4%	29,4%
ROE	9,8%	10,3%	6,1%	10,0%	10,2%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
ROA	5,7%	6,2%	3,8%	6,5%	6,9%	7,2%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%
Dług	142,5	145,6	142,0	122,0	102,0	82,0	62,0	42,0	22,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	16,9%	15,7%	14,6%	11,8%	9,4%	7,3%	5,4%	3,6%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	20,3%	18,7%	17,1%	13,4%	10,3%	7,8%	5,8%	3,8%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	3,0%	2,1%	3,5%	2,1%	1,6%	1,2%	0,9%	0,6%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-90,0	-76,2	-19,3	-24,2	-54,0	-82,5	-91,4	-100,4	-110,1	-119,7	-129,0	-139,5
Dług netto / Kapitał własny	-12,8%	-9,8%	-2,3%	-2,7%	-5,5%	-7,9%	-8,5%	-9,0%	-9,6%	-10,2%	-10,7%	-11,2%
Dług netto / EBITDA	-58,8%	-45,7%	-13,5%	-13,1%	-27,3%	-38,8%	-41,6%	-44,7%	-47,9%	-50,8%	-53,5%	-56,2%
Dług netto / EBIT	-91,3%	-67,4%	-24,9%	-20,8%	-43,1%	-60,6%	-65,0%	-69,5%	-74,3%	-78,8%	-82,9%	-86,7%
EV	1076,1	1089,9	1146,7	1141,8	1112,0	1083,5	1074,6	1065,6	1055,9	1046,3	1037,0	1026,5
Dług / EV	13,2%	13,4%	12,4%	10,7%	9,2%	7,6%	5,8%	3,9%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	8,8%	8,3%	11,9%	9,0%	8,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
CAPEX/Amortyzacja	169,0%	175,9%	206,0%	164,6%	144,8%	124,7%	115,8%	116,7%	117,3%	117,7%	118,1%	118,4%
Amortyzacja/Przychody	5,2%	4,7%	5,8%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Zmiana KO/Przychody	2,0%	4,5%	0,4%	1,0%	1,2%	0,9%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	20,5%	55,1%	237,2%	11,0%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%

Wskaźniki rynkowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
P.E	16,9	14,5	23,1	12,8	11,6	10,7	10,3	10,0	9,7	9,4	9,2	8,9
P/CE	9,5	8,7	10,0	7,3	6,7	6,3	6,1	5,9	5,8	5,6	5,5	5,3
EV/EBITDA	7,0	6,5	8,0	6,2	5,6	5,1	4,9	4,7	4,6	4,4	4,3	4,1
EV/EBIT	10,9	9,6	14,8	9,8	8,9	8,0	7,6	7,4	7,1	6,9	6,7	6,4
EV/S	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
BVPS	84,7	94,5	100,7	110,3	119,9	127,2	131,1	135,0	139,0	143,1	147,3	151,7
EPS	8,5	9,9	6,2	11,2	12,4	13,5	14,0	14,4	14,8	15,2	15,6	16,1
CEPS	15,2	16,5	14,3	19,6	21,3	22,9	23,7	24,3	24,9	25,5	26,1	26,8
Dywidenda [mln PLN]	12,2	0,0	0,0	12,6	22,7	50,2	82,1	85,1	87,7	90,2	92,7	94,9
DPS	1,5	0,0	0,0	1,6	2,8	6,2	10,1	10,5	10,8	11,1	11,4	11,7
Dyield	1,0%	0,0%	0,0%	1,1%	1,9%	4,3%	7,0%	7,3%	7,5%	7,7%	7,9%	8,1%
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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

Krystian 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	Godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	156,2	Kupuj	139,0	06.07.2016	09:59 CEST	143,5	44 143
Kupuj	139,0	-	-	24.02.2016		115,0	45 761

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'16:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	100%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
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

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).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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.

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 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 uwzględniać, 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 06.07.2016 roku, 09:59 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 11.07.2016 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 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 rekomendacje 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 niemniejszym 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 06.07.2016 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 subemisje 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 świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.