



Dom Maklerski BDM S.A.

COMARCH

RAPORT ANALITYCZNY

W okresie 1H'17 Comarch w dalszym ciągu może odczuwać efekt wysokiej bazy na rynku niemieckim. W naszej ocenie skutkować to będzie raportowaniem słabszych wyników r/r. Także wpływ kursów walutowych na wyniki operacyjne może być w tym roku negatywny. W zeszłym roku baza wynikowa była wypracowywana po wyraźnym osłabieniu waluty krajowej. Mając na uwadze obecną ekspozycję na rynki eksportowe może mieć to kluczowe znaczenie. Wzrost portfela w sektorze komercyjnym jest naszym zdaniem uwzględniony w aktualnej rynkowej wycenie rynkowej Comarchu. Ewentualne źródło zaskoczeń w postaci gwałtownego ożywienia w sektorze medycznym może jeszcze bardziej odsunąć się w czasie. Dlatego obniżamy nasze zalecenie do Redukuj podnosząc jednocześnie cenę docelową do 200,7 PLN za akcję.

W 1Q'16 Comarchowi udało się wykorzystać gwałtowne osłabienie złotówki do zabezpieczenia przychodów z kontraktów zagranicznych po atrakcyjnych kursach. Dlatego baza wynikowa tego okresu może być trudna do pokonania. Ponadto w 1Q'16 spółka realizowała wysoką sprzedaż w segmencie telekomunikacyjnym na rynku niemieckim, co było związane z fuzją dwóch klientów. Obecnie ten kontrakt nie jest już realizowany, co stworzyło pewną lukę w przychodach. W skali całego roku powinno udać się Comarchowi poprawić wyniki, jednak w samym 1Q'17 oczekujemy wyraźnego pogorszenia rezultatów generowanych na działalności operacyjnej. Nasza aktualna prognoza EBITDA wynosi 13 mln PLN, co oznacza spadek o 54% w ujęciu r/r

Pewnym ryzykiem dla Comarchu może być także planowana fuzja Asseco BS z Macrologic. W wyniku połączenia tych podmiotów nowy gracz będzie miał pełną ofertę aplikacji biznesowych od dużych podmiotów po małe. Ponadto oprócz branży FMCG szerzej wejdzie do firm produkcyjnych. Wyraźnie zmniejszy się też dysproporcja udziałów rynkowych. Dotychczas krajowa sprzedaż Asseco BS stanowiła 50% sprzedaży Comarchu do polskiego sektora komercyjnego (z wyłączeniem finansów i telco). Z kolei jeśli chodzi o rynek publiczny, to tutaj także wyczerpuje się wachlarz możliwych pozytywnych zaskoczeń, przynajmniej na ten rok. W poprzednim raporcie zwracaliśmy uwagę na prawdopodobne szybkie ożywienie na rynku rozwiązań dla ochrony zdrowia. Jednak obecnie nie jest ono na tyle istotne aby jeszcze w 2017 roku było wyraźnie odczuwalne przez duże podmioty, jakim na rynku krajowym jest Comarch. W dłuższej perspektywie spółka powinna czuć pozytywny wpływ kontraktacji na rynkach zagranicznych. Spodziewamy się, że będzie to widoczne już w kolejnych kwartałach. Niezmiennie głównym motorem wzrostu powinien pozostać segment handlowo usługowy oraz przemysłowy. W 2Q'17 został przejęty podmiot działający w obszarze usług związanych z geo-informacją. Po okresie przestoju na rynku zamówień publicznych na rynku pojawiają się okazje do przejęć atrakcyjnych podmiotów. Takim był Geopolis, który uzupełnia aktualną ofertę Comarchu. Z kolei dalsze opóźnianie się przetargów publicznych, może spowodować trudności w realizacji zapowiadanej strategii rządu. Miałaby ona polegać na dzieleniu projektów na mniejsze przetargi, tak aby umożliwić start małym firmom.

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	1131,6	1112,8	1178,9	1298,4	1378,2	1435,6
EBITDA [mln PLN]	166,5	179,9	184,8	206,8	220,5	230,0
EBIT [mln PLN]	113,0	116,9	119,2	138,6	150,3	158,5
Wynik netto [mln PLN]	80,3	75,7	97,7	101,0	113,2	119,7
P/BV	2,4	2,2	2,0	1,8	1,7	1,7
P/E	23,1	24,5	19,0	18,4	16,4	15,5
EV/EBITDA	10,7	10,0	9,5	8,4	7,8	7,4
EV/EBIT	15,7	15,4	14,8	12,5	11,4	10,8

REDUKUJ
(POPRZEDNIO AKUMULUJ)

WYCENA 200,7 PLN

19 MAJ 2016 10:01 CEST

Wycena DCF [PLN]	191,8
Wycena porównawcza [PLN]	221,4
Wycena końcowa [PLN]	200,7
Potencjał do wzrostu / spadku	-10,2%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	223,50
Kapitalizacja [mln PLN]	1 817,8
Ilość akcji [mln szt.]	8,1

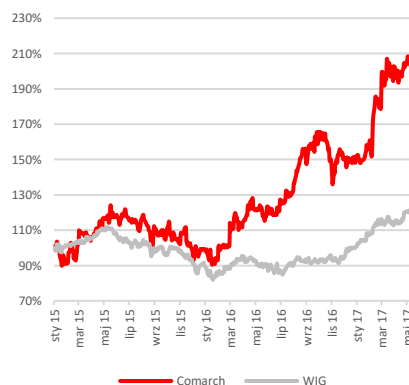
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	239,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	167,0

Stopa zwrotu za 3 mc	956,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	27,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	49,0%

Struktura akcjonariatu:

Janusz Filipiak	24,6%
Elżbieta Filipiak	16,3%
Metlife OFE	10,4%
Pozostali	48,8%

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.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI ZA 4Q'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 2017 - 2019 dała cenę jednej akcji na poziomie 221,4 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 191,8 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 200,7 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	191,8
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	221,4
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		200,7

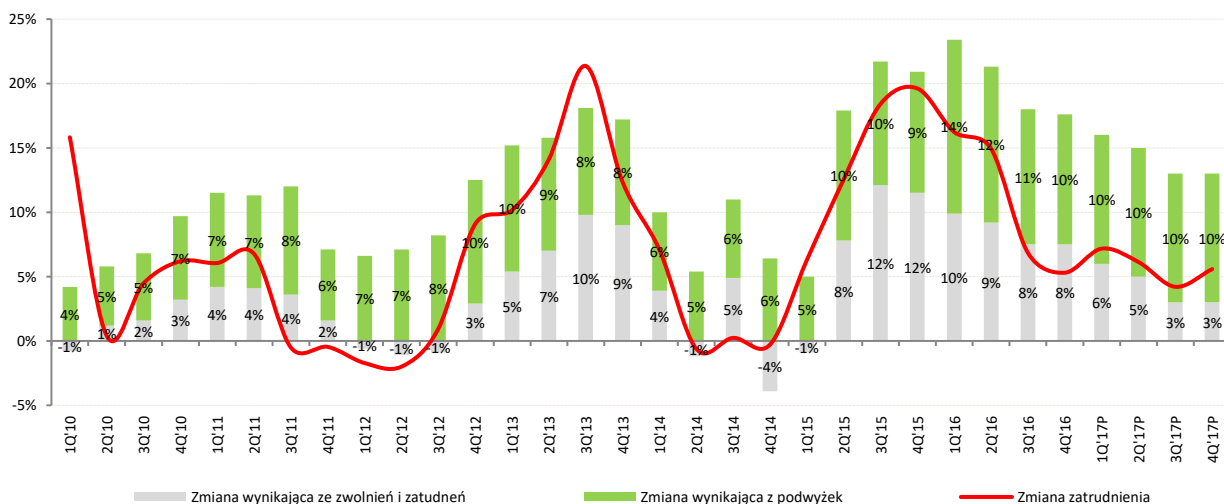
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Z uwagi na dotychczasowy wzrost kursu uważamy Comarch za dość przeciętną propozycję inwestycyjną. Spółka ma spore szanse na poprawę wyników, jednak wachlarz potencjalnych pozytywnych zaskoczeń jest naszym zdaniem dość ubogi. Ponadto po fuzji Asseco BS z Macrologic pojawi się na rynku krajowym poważny konkurent. Dotychczasowa sprzedaż Asseco BS stanowiła 50% sprzedaży Comarchu do podmiotów komercyjnych na rynku krajowym, wyłączając z tego banki i telekomunikację. Spodziewamy się, że w wyniku wspomnianej fuzji ta dysproporcja zmniejszy się do około 25%.

W administracji publicznej jest już zauważalna poprawa, jednak jest ona o wiele mniejsza niż oczekiwaliśmy. W przypadku ochrony zdrowia, czynnikiem wpływającym na opóźnienie inwestycji w infrastrukturę informatyczną mogą być zmiany w sposobie finansowania szpitali. Aktualne regulacje nakładają na podmioty działające w obszarze ochrony zdrowia obowiązek wdrożenia elektronicznej dokumentacji medycznej już od stycznia 2018 roku. Dotychczasowe doświadczenie sugeruje jednak, że powyższy termin może być ponownie przesunięty.

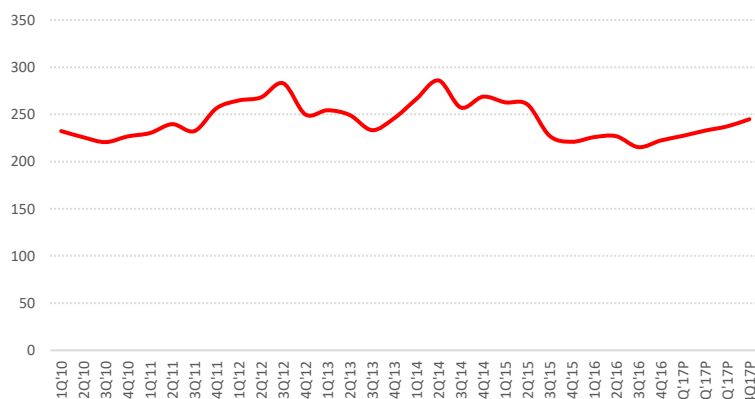
Od strony kosztowej oczekujemy stabilizacji. W zeszłym roku zatrudnienie zwiększyło się tylko o około 300 osób i byli to głównie pracownicy z programu staży studenckich. W 2016 roku wyższe koszty udało się zneutralizować słabszą złotówką, co przy znacznym udziale eksportu miało istotny wpływ na raportowane wyniki. W 2017 roku oczekujemy wolniejszego przyrostu kosztów. Jednak z uwagi na umacnianie się krajowej waluty poprawa marż może nie być aż tak widoczna jak miało to miejsce w latach poprzednich.

Wpływ zatrudnienia na fundusz płac



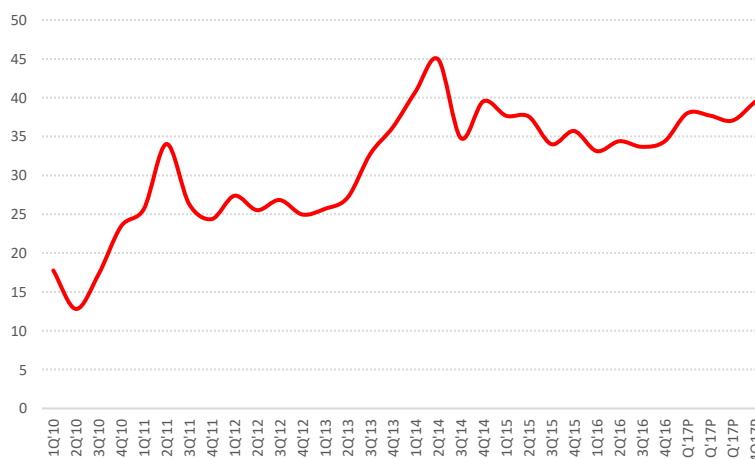
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody Asseco BS na tle Comarchu [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółki *Dane proforma

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.

Od kilku kwartałów EBITDA na pracownika utrzymuje się na stabilnym poziomie.

Dotychczas sprzedaż Asseco BS stanowiła tylko około 50% krajowej sprzedaży sprzedaży Comarchu do sektora komercyjnego z wyłączeniem telco i finansów. Obecnie pozycja Asseco BS poprawi się i jego oferta będzie bardziej kompletna.

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 wysoką dynamikę sprzedaży na rynkach zagranicznych, co pozwoli na utrzymanie przyrostu skonsolidowanych przychodów w 2017 roku o 5,9%, a w 2018 o 10,1%. w kolejnych latach na wzrost obrotów w segmentach komercyjnych 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 przedsiębiorstw, które wydatki na systemy informatyczne często finansują ze środków unijnych.
- Z powodu niewielkiego wzrostu zatrudnienia w 2016 roku oczekujemy, że koszty w 2017 pozostaną stabilne. Dzięki temu nawet przy nieco mocniejszej złotówce, rentowność biznesu Comarchu powinna utrzymać się na poziomie zbliżonym do zeszłorocznego.
- Uwzględniamy wydatki na zakup Geopolis w wysokości 8 mln PLN.
- W okresie rezydualnym zakładamy CAPEX = Amortyzacja.
- Przyjęliśmy efektywną stawkę podatkową na poziomie 24%.
- Poziom zapasów oraz zobowiązań i należności handlowych obliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji.
- Do obliczeń przyjęliśmy poziom długu netto na koniec 2016 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 19 maja 2017.

Wycena jednej akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 191,8 PLN

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	1178,9	1298,4	1378,2	1435,6	1486,9	1539,5	1593,2	1648,8	1703,6	1759,4
EBIT [mln PLN]	119,2	138,6	150,3	158,5	166,0	174,1	182,2	190,6	199,2	206,1
Stopa podatkowa	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Podatek od EBIT [mln PLN]	28,6	33,3	36,1	38,0	39,8	41,8	43,7	45,8	47,8	49,5
NOPLAT[mln PLN]	90,6	105,3	114,3	120,5	126,2	132,3	138,5	144,9	151,4	156,6
Amortyzacja [mln PLN]	65,6	68,3	70,1	71,6	72,7	73,8	74,5	75,1	75,6	75,9
CAPEX [mln PLN]	-96,7	-84,4	-82,7	-81,8	-81,8	-80,1	-79,7	-79,1	-78,4	-80,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-18,2	-39,0	-23,7	-17,1	-15,2	-15,6	-16,0	-16,5	-16,3	-16,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	33,3	50,1	78,0	93,1	101,9	110,4	117,3	124,3	132,3	135,0
DFCF [mln PLN]	31,7	44,0	63,0	69,3	69,7	69,5	67,9	66,1	64,5	60,4
Suma DFCF [mln PLN]	605,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2040,5									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	912,5	Wzrost w okresie rezydualnym					+2,0%			
Wartość firmy EV [mln PLN]	1518,4									
Dług netto [mln PLN]	-54,5									
Udział mniejszości [mln PLN]	14,6									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	1558,3									
liczba akcji [mln szt.]	8,1									
Wartość na akcje [PLN]	191,8									

Przychody zmiana r/r	5,9%	10,1%	6,1%	4,2%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,3%	3,3%
EBIT zmiana r/r	2,0%	16,3%	8,5%	5,4%	4,7%	4,9%	4,7%	4,6%	4,5%	3,5%
FCF zmiana r/r	-248,6%	50,5%	55,5%	19,4%	9,4%	8,3%	6,3%	6,0%	6,4%	2,1%
Marża EBITDA	15,7%	15,9%	16,0%	16,0%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,0%
Marża EBIT	10,1%	10,7%	10,9%	11,0%	11,2%	11,3%	11,4%	11,6%	11,7%	11,7%
Marża NOPLAT	7,7%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%
CAPEX / Przychody	8,2%	6,5%	6,0%	5,7%	5,5%	5,2%	5,0%	4,8%	4,6%	4,6%
CAPEX / Amortyzacja	147,4%	123,6%	117,9%	114,3%	112,4%	108,5%	106,9%	105,4%	103,7%	106,7%
Zmiana KO / Przychody	1,5%	3,0%	1,7%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	27,5%	32,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%

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	88,2%	90,0%	91,6%	92,9%	94,1%	95,3%	96,5%	98,2%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Udział kapitału obcego	11,8%	10,0%	8,4%	7,1%	5,9%	4,7%	3,5%	1,8%	0,0%	0,0%
WACC	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	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	165,8	175,3	186,9	201,7	221,0	247,3	285,3	345,0	452,5
	0,8	157,0	165,3	175,3	187,9	204,1	225,7	255,9	301,1	376,6
	0,9	149,1	156,3	165,0	175,8	189,5	207,4	231,8	267,0	322,4
	1	141,8	148,1	155,8	165,1	176,8	191,8	211,8	239,8	281,8
	1,1	135,1	140,7	147,4	155,5	165,6	178,3	194,9	217,5	250,2
	1,2	129,0	134,0	139,9	147,0	155,6	166,5	180,4	198,9	224,9
	1,3	123,3	127,8	133,0	139,2	146,8	156,1	167,8	183,3	204,3

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%	175,6	186,4	200,0	217,4	240,7	273,3	322,1	403,6	566,4
	4%	157,0	165,3	175,3	187,9	204,1	225,7	255,9	301,1	376,6
	5%	141,8	148,1	155,8	165,1	176,8	191,8	211,8	239,8	281,8
	6%	129,0	134,0	139,9	147,0	155,6	166,5	180,4	198,9	224,9
	7%	118,1	122,1	126,7	132,2	138,8	146,8	156,9	169,8	187,1
	8%	108,8	112,0	115,7	120,0	125,1	131,2	138,7	148,0	160,1
	9%	100,7	103,3	106,3	109,7	113,8	118,5	124,2	131,1	139,8

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%	336,2	312,3	291,5	273,3	257,1	242,7	229,7	218,0	207,4
	4%	285,2	262,3	242,7	225,7	210,8	197,7	-3,8	175,8	166,5
	5%	247,3	225,7	207,4	191,8	178,3	166,5	156,9	146,8	138,6
	6%	218,0	197,7	180,8	166,5	154,1	143,4	112,3	125,8	118,5
	7%	194,7	175,8	160,1	146,8	135,6	125,8	119,2	109,9	103,3
	8%	175,8	158,0	143,4	131,2	120,8	111,9	106,0	97,4	91,5
	9%	160,1	143,4	129,8	118,5	108,9	100,7	95,4	87,4	82,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

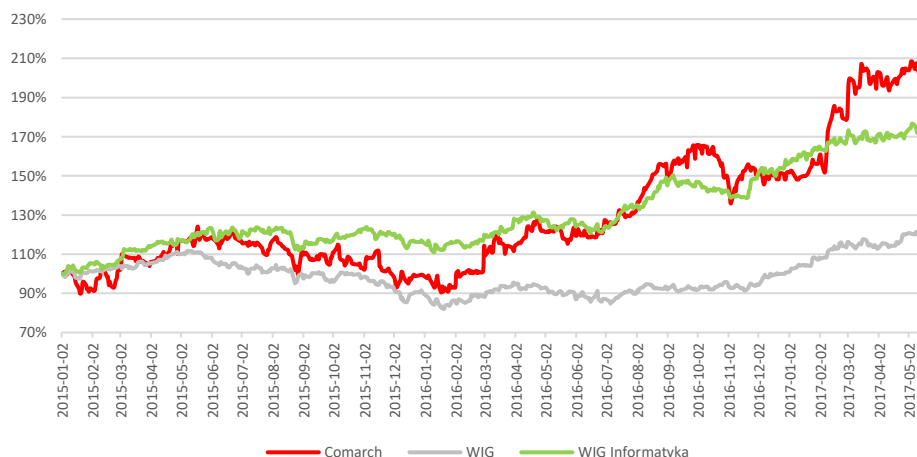
Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2017 -2019 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe i zagraniczne, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Comarchu. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E, EV/EBITDA. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 33% wagę dla każdego roku. Wycena metodą porównawczą sugeruje wycenę jednej akcji na poziomie 221,4 PLN

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Atende	14,0	11,8	11,3	7,1	6,3	5,8
Asseco BS	19,1	16,4	14,9	12,7	10,8	10,0
Comp	19,7	5,6	5,0	9,6	4,4	3,8
Qumak	-	21,4	14,6	92,7	9,4	7,8
Sygnity	-	21,3	7,0	6,8	6,4	4,5
Asseco Poland	13,5	12,1	11,2	7,1	6,2	5,8
Diebold Nixdorf	21,2	18,8	17,2	10,7	9,6	9,0
IBM	11,1	11,1	10,8	9,4	9,2	8,8
SAP	23,5	21,3	19,7	15,6	14,0	12,6
Microsoft	22,4	20,8	18,5	13,1	11,8	10,4
Capgemini	15,6	14,3	13,1	9,5	8,6	7,8
Oracle	16,8	15,9	14,8	10,8	10,0	9,3
Indra Sistemas	16,9	13,1	11,4	9,4	7,7	6,4
Atos	14,6	13,5	12,8	7,3	6,5	7,1
Mediana wszystkie powyższe spółki	17,8	16,2	13,9	10,1	9,3	8,3
Mediana Podmioty krajowe	16,6	14,3	11,3	8,3	6,4	5,8
Mediana podmioty zagraniczne	16,8	15,1	14,0	10,1	9,4	8,9
Comarch	18,6	18,0	16,1	9,3	8,2	7,6
Premia/dyskonto do mediany (wszystkie podmioty)	4,8%	11,5%	16,0%	-7,9%	-11,3%	-8,8%
Premia dyskonto do podmiotów krajowych	12,4%	26,2%	42,6%	11,7%	29,2%	30,7%
Premia dyskonto do podmiotów zagranicznych	10,4%	19,3%	14,9%	-7,6%	-12,5%	-14,8%
Wycena wg wskaźnika	213,3	200,5	192,7	241,6	250,2	243,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		200,2			242,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	221,4					

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 4Q'16

Pomimo spadku przychodów 4Q'16 przyniósł poprawę wyników. Wpłynęła na to zmiana struktury sprzedaży, gdzie coraz większy udział mają usługi oraz oprogramowanie własne. Najmocniej rósł segment pozostałe, gdzie spółce udaje się systematycznie rozbudowywać portfel zleceń. Rezultaty w całym 2016 roku były wspierane przez czynniki jednorazowe, takie jak odwrócenie rezerw na należności oraz transfer Bartosza Kapustki z Cracovii.

Niższe przychody w całym 2016 roku jak i w 4Q'16 były skutkiem wysokiej bazy z 4Q'15 wywołanej jednorazową sprzedażą licencji na rynek amerykański. Negatywnym czynnikiem, który w zeszłym roku wpływał na marżę był skokowy wzrost zatrudnienia, jaki miał miejsce w 3Q'15. Na sam 4Q'16 nie miało to już większego wpływu. Z kolei pozytywny wpływ miała słaba złotówka, co w szczególności znalazło swoje odzwierciedlenie w wyższym EBITDA. Różnice kursowe osłabiły jednak saldo finansowe, a co za tym idzie wynik netto. Na niższy zysk netto wpłynęła również strata generowana przez Thanks Again. Produkty oferowane przez ten podmiot w dalszym ciągu są w fazie rozwoju, przez co nie generuje on jeszcze zysków.

Skonsolidowane wyniki Comarchu za 4Q'16 [mln PLN]

	4Q'15	4Q'16	zmiana r/r	2015	2016	zmiana r/r
Przychody	402,7	372,4	-7,5%	1131,6	1112,8	-1,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	137,8	150,6	9,3%	340,1	348,2	2,4%
EBITDA	78,0	86,8	11,3%	166,5	179,9	8,0%
EBIT	64,2	71,2	10,9%	113,0	116,9	3,4%
Wynik brutto	61,2	60,4	-1,3%	108,1	104,8	-3,1%
Wynik netto	43,8	51,0	16,6%	80,3	75,7	-5,7%
Marża brutto	34,2%	40,4%		30,1%	31,3%	
Marża EBITDA	19,4%	23,3%		14,7%	16,2%	
Marża EBIT	15,9%	19,1%		10,0%	10,5%	
Marża netto	15,2%	16,2%		9,6%	9,4%	

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

	4Q'15	4Q'16	zmiana r/r	2015	2016	zmiana r/r
Telco, media, IT	114,5	95,1	-16,9%	313,3	276,6	-11,7%
Finanse i Bankowość	55,7	61,9	11,2%	151,1	163,8	8,4%
Handel i Usługi	52,0	59,7	14,6%	159,0	183,3	15,3%
Przemysł i Utilities	40,8	54,4	33,6%	112,8	146,1	29,5%
Sektor Publiczny	38,6	20,4	-47,0%	114,2	72,9	-36,2%
MISP	67,1	71,1	6,1%	209,1	227,8	8,9%
Sektor medycyna	27,4	2,6	-90,7%	49,9	13,2	-73,6%
Pozostali klienci	6,8	7,2	6,5%	22,0	29,1	32,4%

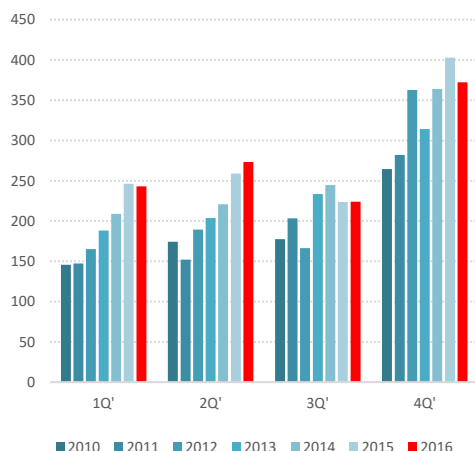
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki Comarchu w poszczególnych segmentach [mln PLN]

Polska	4Q'15	4Q'16	zmiana r/r	2015	2016	zmiana r/r
Przychody	218,0	172,3	-21,0%	662,8	571,0	-13,9%
EBITDA	35,2	28,2	-19,9%	114,2	90,4	-20,9%
EBIT	24,8	19,2	-22,5%	78,9	52,2	-33,9%
Wynik netto	21,1	3,5	-83,6%	70,7	36,2	-48,8%
Marża EBITDA	16,1%	16,4%		17,2%	15,8%	
Marża EBIT	11,4%	11,1%		11,9%	9,1%	
Marża netto	9,7%	2,0%		10,7%	6,3%	
DACH	4Q'15	4Q'16	zmiana r/r	2015	2016	zmiana r/r
Przychody	107,0	85,0	-20,6%	264,9	248,5	-6,2%
EBITDA	37,9	21,8	-42,5%	66,6	47,2	-29,0%
EBIT	36,1	17,8	-50,8%	55,0	31,4	-42,9%
Wynik netto	24,2	14,1	-41,7%	38,5	26,0	-32,4%
Marża EBITDA	35,4%	25,6%		25,1%	19,0%	
Marża EBIT	33,8%	20,9%		20,8%	12,6%	
Marża netto	22,7%	16,6%		14,5%	10,5%	
Pozostałe	4Q'15	4Q'16	zmiana r/r	2015	2016	zmiana r/r
Przychody	69,4	106,2	53,2%	176,5	258,2	46,3%
EBITDA	6,0	36,2	503,6%	-12,3	31,6	-
EBIT	4,9	35,4	621,1%	-14,2	28,6	-
Wynik netto	-1,3	32,5	-	-23,7	10,6	-
Marża EBITDA	8,7%	34,1%		-7,0%	12,2%	
Marża EBIT	7,1%	33,3%		-8,1%	11,1%	
Marża netto	-1,9%	30,6%		-13,4%	4,1%	
Inwestycje	4Q'15	4Q'16	zmiana r/r	2015	2016	zmiana r/r
Przychody	0,1	0,1	11,1%	0,3	0,4	4,4%
EBITDA	0,0	-0,1	-	-1,7	-1,1	-
EBIT	-0,2	-0,3	-	-2,4	-1,9	-
Wynik netto	0,7	-0,9	-	-0,9	-1,4	-
Marża EBITDA	-36,1%	-58,3%		-496,8%	-300,8%	
Marża EBIT	-187,0%	-233,3%		-704,1%	-526,7%	
Marża netto	611,1%	-744,2%		-273,0%	-385,2%	
Sport	4Q'15	4Q'16	zmiana r/r	2015	2016	zmiana r/r
Przychody	6,2	6,5	4,0%	19,6	26,2	33,6%
EBITDA	-0,1	-0,2	-	0,6	11,6	1794,6%
EBIT	-0,4	-1,0	-	-0,4	9,2	-
Wynik netto	0,3	-1,6	-	0,3	8,0	-
Marża EBITDA	-1,9%	-2,9%		3,1%	44,0%	
Marża EBIT	-6,9%	-15,5%		-2,2%	35,1%	
Marża netto	5,0%	-25,3%		1,6%	30,6%	
Medycyna	4Q'15	4Q'16	zmiana r/r	2015	2016	zmiana r/r
Przychody	2,0	2,4	16,8%	7,3	8,6	16,9%
EBITDA	-0,5	0,7	-	-0,7	0,9	-
EBIT	-0,8	0,0	-	-3,9	-2,0	-
Wynik netto	-1,2	-0,5	-	-4,6	-3,7	-
Marża EBITDA	-24,1%	28,3%		-9,0%	10,2%	
Marża EBIT	-40,1%	0,3%		-53,0%	-23,1%	
Marża netto	-60,2%	-20,4%		-63,5%	-43,5%	

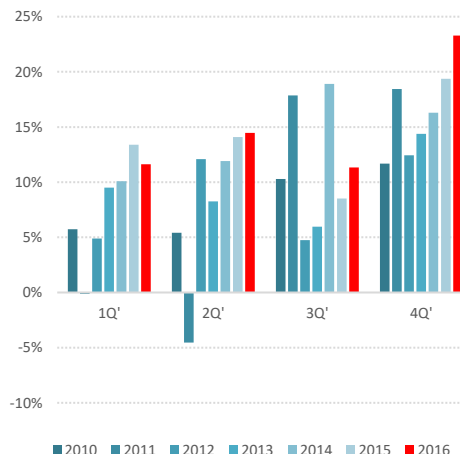
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody Comarchu w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

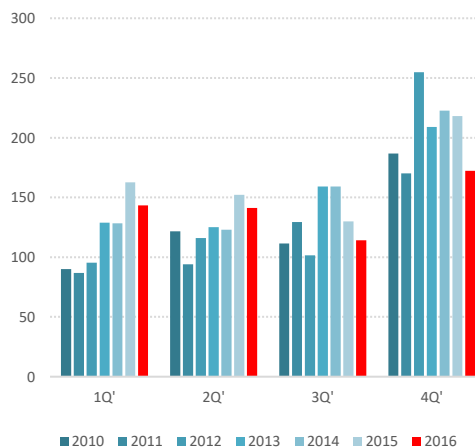
Marża EBITDA Comarchu w ujęciu kwartalnym



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

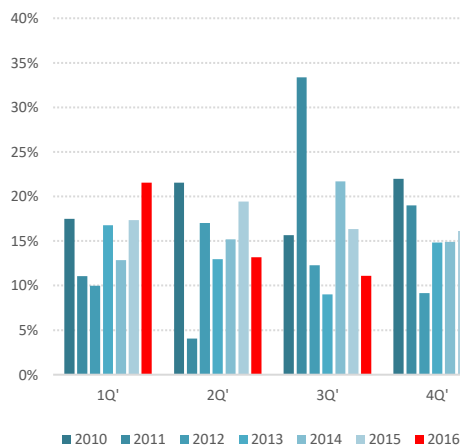
Na rynku polskim w dalszym ciągu odczuwany jest kryzys na rynku zamówień publicznych. W przypadku sprzedaży krajowej podmioty finansowane ze środków publicznych są istotnym źródłem przychodów. W 4Q'16 udało się Comarchowi zwiększyć sprzedaż do sektora finansowego, małych i średnich przedsiębiorstw oraz sektora przemysłowego. Pozostałe obszary przyniosły wyraźną erozję wyników z czego największy spadek miał miejsce w sektorze medycznym. W skali całego 2016 roku sytuacja wyglądała bardzo podobnie, co odbiło się zarówno na niższych przychodach segmentu Polska jak i wygenerowanym przez tą dywizję EBITDA.

Przychody segmentu Polska [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

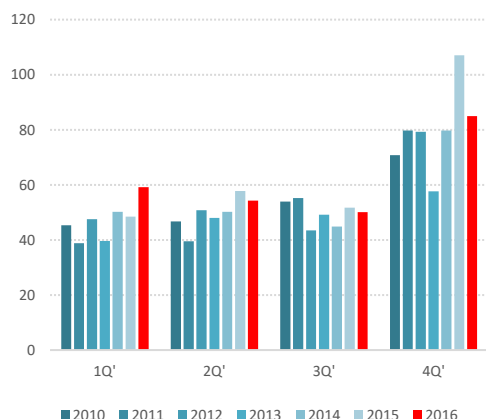
Marża EBITDA segmentu Polska



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

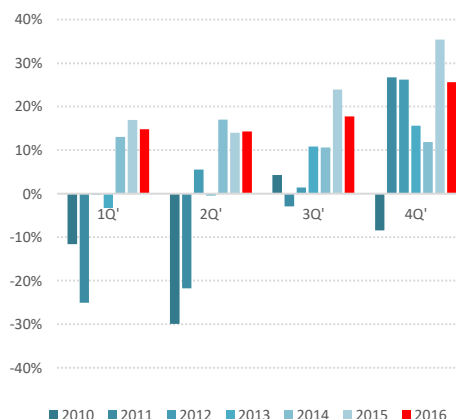
W krajach niemieckojęzycznych za większość przychodów odpowiadają rozwiązania dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz firm telekomunikacyjnych. W związku z zakończeniem fuzji dwóch głównych klientów Comarchu na tym rynku, wyraźnie spadły przychody generowane przez spółkę w całym segmencie DACH. Nie pomogły tutaj przyzwoite wyniki w obszarze przemysłu oraz małych i średnich przedsiębiorstw, które w skali całego 2016 roku zanotowały wyraźny wzrost. W przypadku sprzedaży do podmiotów z sektora przemysłowego był to o 22% wyższa sprzedaż.

Przychody segmentu DACH [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

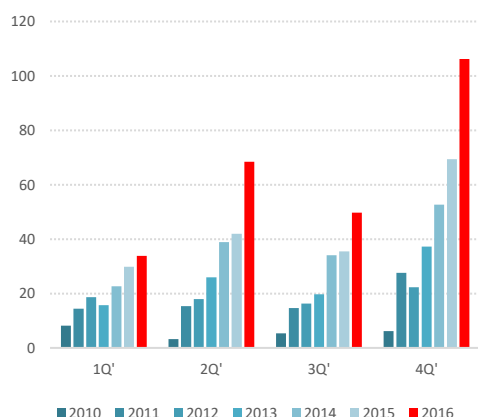
Marża EBITDA segmentu DACH



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

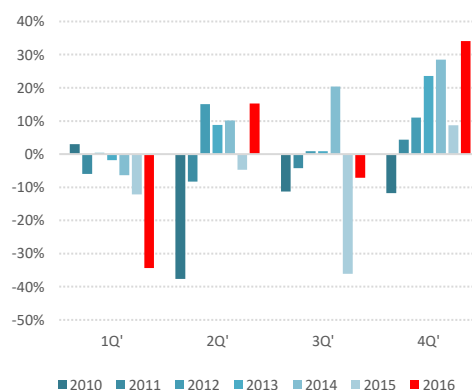
W pozostałych krajach Comarch odnotował bardzo dynamiczną poprawę, zwłaszcza w 4Q'16. Na tych rynkach spółce udaje się systematycznie zwiększać portfel zamówień, a prym wiodą segment handlowo – usługowy oraz przemysłowy. Dobrze radziła sobie w zeszłym roku także linia biznesowa odpowiedzialna za sprzedaż rozwiązań dla podmiotów z sektora telekomunikacyjnego. W celu zapewnienia konkurencyjności Comarch nabył w 2015 roku Thanks Again. Podmiot ten sprzedaje swoje produkty firmom działającym na terenie lotnisk w Ameryce Północnej. Obecnie kontrybucja tego podmiotu do skonsolidowanych wyników w dalszym ciągu jest negatywna, ponieważ nowe rozwiązania są w trakcie wprowadzania na rynek.

Przychody segmentu Pozostałe [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

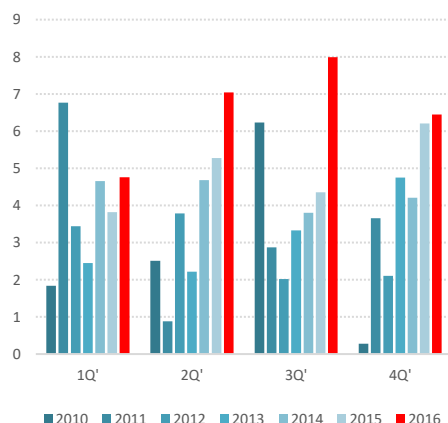
Wynik EBITDA segmentu Pozostałe



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

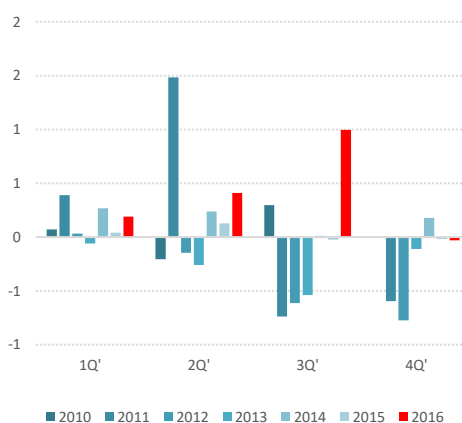
Działalność sportowa skupia się wokół klubu piłkarskiego MKS Cracovia i ze względu na swoją specyfikę nie przynosi trwałych zysków. Jednak w 3Q'16 miała miejsce sprzedaż karty zawodniczej Bartosza Kapustki z Cracovii do Leicester City, co skutkowało jednorazowym przychodem. Cracovia występowała również w eliminacjach do Ligi Europejskiej dzięki czemu sprzedaż z praw do transmisji meczów była w całym 2016 roku nieco wyższa niż dotychczas. Te dwa czynniki sprawiły, że rok 2016 był dla tego segmentu najlepszym w ciągu ostatnich lat.

Przychody segmentu sport [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

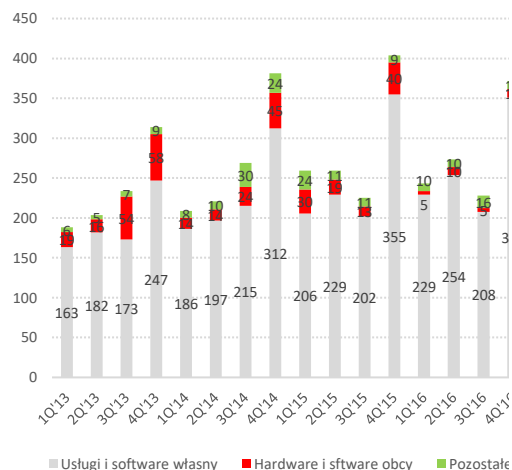
Wynik EBITDA segmentu sport



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

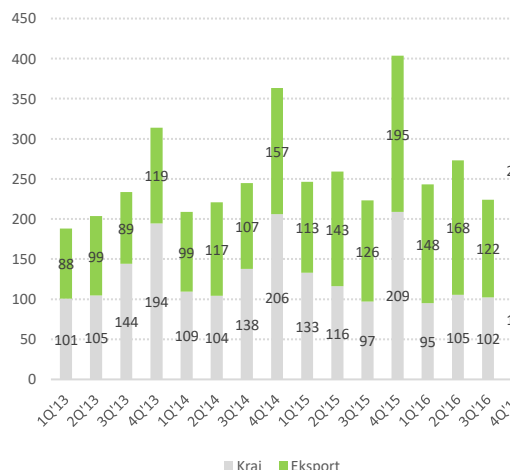
Względem zeszłego roku znacznie spadł udział sprzętu i oprogramowania obcego w przychodach. Wzrosła natomiast sprzedaż usług i oprogramowania własnego, zarówno w ujęciu procentowym jak i nominalnym. Miało to pozytywne przełożenie na rentowność Comarchu, ponieważ zdecydowanie bardziej marżowa jest sprzedaż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

Struktura przychodów według grup produktów [mln PLN]



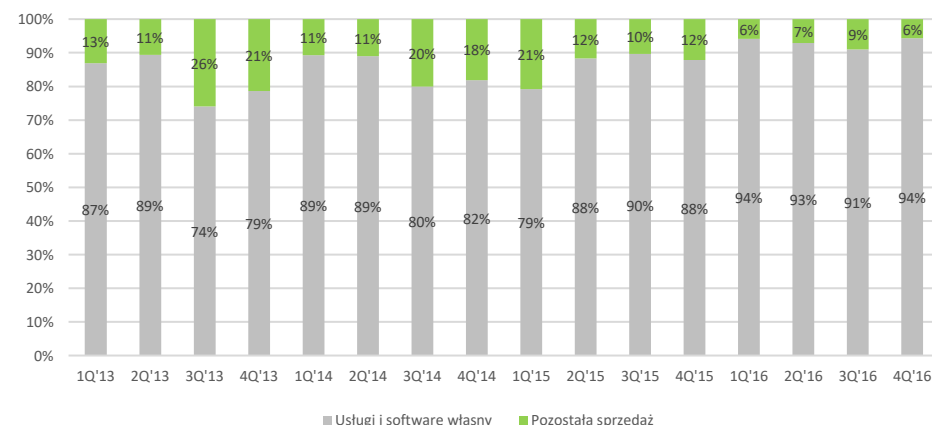
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Geograficzna struktura przychodów [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów w ujęciu procentowym



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

W 1Q'17 oczekujemy negatywnego wpływu umacniającej się złotówki na operacyjne wyniki Comarchu, co spółka zresztą zasygnalizowała komunikatem bieżącym. Ponadto w 1Q'16 spółka realizowała dodatkowe zlecenia na rynku niemieckim, przez co baza wynikowa jest wysoka. Spodziewamy się zaraportowania przez spółkę o 54% słabszego EBITDA w ujęci r/r przy przychodach niższych o 0,7%. Już w zeszłym roku udało się Comarchowi tak zmienić strukturę przychodów, że przy spadku sprzedaży wypracowała lepsze wyniki. Uważamy jednak, że przy obecnej strukturze przychodów to zadanie jest już bardzo trudne i do dalszej poprawy rezultatów może być konieczny wzrost skali biznesu.

W całym 2017 roku oczekujemy poprawy wyników, jednak pomimo stabilnego poziomu kosztów wzrost może nie być zbyt dynamiczny. W 2016 roku miały miejsce zdarzenia jednorazowe, które zawyżyły raportowane wyniki. Najistotniejszym były zyski segmentu sportowego. W zeszłym roku sprzedano kartę zawodniczą Bartosza Kapustki oraz zanotowano większe wpływy ze sprzedaży praw do transmisji meczów. W 2017 roku wyniki tego segmentu są mało realne do powtórzenia. Cracovii nie udało się dostać do grupy mistrzowskiej Ekstraklasy, gdzie mogłaby walczyć o awans do europejskich pucharów.

Na poprawę wyników powinien wpływać głównie rosnący portfel zleceń na rynkach zagranicznych. Jeśli chodzi o sprzedaż krajową to tutaj kluczowe powinny być przetargi z nowej perspektywy finansowej UE. Comarch sygnalizował już, że na 2017 rok portfel zleceń w administracji publicznej jest nieco lepszy w ujęciu r/r, jednak trudno tutaj mówić o przełomie.

Prognozy wyników [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	243,2	273,3	224,0	372,4	241,3	287,0	244,1	406,5	1112,8	1178,9	1298,4	1378,2
Zysk brutto ze sprzedaży	61,1	89,0	47,5	150,6	47,1	88,0	68,9	163,8	348,2	367,8	403,7	427,8
EBITDA	28,3	39,5	25,4	86,8	13,0	48,4	33,5	89,9	179,9	184,8	206,8	220,5
<i>Polska</i>	30,9	18,6	12,7	28,2	18,6	26,0	18,2	38,0	90,4	100,8	109,9	120,2
<i>DACH</i>	8,8	7,8	8,9	21,8	4,2	8,3	9,1	21,1	47,2	42,7	35,5	36,4
<i>Pozostałe</i>	-11,6	10,5	-3,5	36,2	-10,7	12,6	4,1	28,3	31,6	34,2	52,4	57,7
<i>Inwestycje</i>	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
<i>Sport</i>	0,9	2,9	8,0	-0,2	0,8	0,9	0,9	0,9	11,6	3,4	14,2	14,6
<i>Medycyna</i>	-0,1	0,1	0,2	0,7	0,4	0,9	1,5	2,0	0,9	4,8	16,1	13,5
EBIT	12,3	22,9	10,5	71,2	-3,2	32,1	16,9	73,3	116,9	119,2	138,6	150,3
Wynik brutto	10,7	15,9	17,8	60,4	13,5	30,0	13,6	71,6	104,8	128,6	132,8	148,9
Wynik netto	7,5	6,5	10,7	51,0	10,2	22,8	10,3	54,4	75,7	97,7	101,0	113,2
Marża brutto	25,1%	32,6%	21,2%	40,4%	19,5%	30,7%	28,2%	40,3%	31,3%	31,2%	31,1%	31,0%
Marża EBITDA	11,6%	14,5%	11,3%	23,3%	5,4%	16,9%	13,7%	22,1%	16,2%	15,7%	15,9%	16,0%
<i>Polska</i>	21,6%	13,2%	11,1%	16,4%	12,1%	17,3%	14,8%	20,1%	15,8%	16,3%	16,0%	16,7%
<i>DACH</i>	14,8%	14,3%	17,8%	25,6%	9,4%	16,3%	18,8%	25,1%	19,0%	18,7%	15,5%	15,5%
<i>Pozostałe</i>	-34,3%	15,3%	-7,1%	34,1%	-29,6%	16,1%	6,4%	22,7%	12,2%	11,3%	14,9%	14,8%
<i>Inwestycje</i>	-509,9%	-348,1%	-406,2%	-58,3%	-234,8%	-233,0%	-230,8%	-229,8%	-300,8%	-232,1%	-456,6%	-471,3%
<i>Sport</i>	19,0%	41,1%	99,5%	-2,9%	16,9%	17,0%	17,2%	17,3%	44,0%	17,1%	79,1%	81,2%
<i>Medycyna</i>	-5,4%	5,6%	9,2%	28,3%	21,9%	37,8%	48,4%	55,9%	10,2%	43,6%	117,3%	78,7%
Marża EBIT	5,0%	8,4%	4,7%	19,1%	-1,3%	11,2%	6,9%	18,0%	10,5%	10,1%	10,7%	10,9%
Marża netto	4,4%	5,8%	7,9%	16,2%	5,6%	10,4%	5,6%	17,6%	9,4%	10,9%	10,2%	10,8%

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PERSPEKTYWY SEGMENTÓW WEDŁUG GRUP ODBIORCÓW

Prognozy wyników według grup odbiorców [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2016P	2017P	2018P	2018P
Telekomunikacja, Media, IT	65,4	80,0	36,1	95,1	50,8	78,2	35,0	94,3	276,6	258,3	271,0	279,7
Finanse i Bankowość	33,5	35,1	33,3	61,9	35,1	36,7	34,9	64,7	163,8	171,5	177,2	182,9
Handel i Usługi	41,4	34,7	47,6	59,7	44,3	44,3	62,1	78,1	183,3	228,8	264,0	295,5
Przemysł i Utilities	27,0	35,8	28,8	54,4	31,2	39,0	32,0	60,6	146,1	162,8	170,2	177,5
Sektor Publiczny	15,4	20,9	16,1	20,4	16,1	21,6	17,4	23,8	72,9	79,0	125,6	137,0
MISP	51,9	54,8	50,0	71,1	55,0	56,8	52,5	75,5	227,8	239,8	250,9	262,5
Sektor Medycyna	3,2	4,1	3,3	2,6	3,2	4,5	4,4	3,7	13,2	15,8	18,7	22,3
Pozostali klienci	5,4	7,8	8,8	7,2	0,5	0,7	0,7	0,6	29,1	2,5	2,6	2,6

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Telekomunikacja, Media, IT

Dotychczas ten segment rozwijał się dzięki dynamicznemu wzrostowi sprzedaży w krajach niemieckojęzycznych oraz Ameryce Łacińskiej. Uważamy, że 2017 rok przyniesie spowolnienie w tym obszarze. Głównym czynnikiem będzie według nas spadek sprzedaży na rynku niemieckim. Jeszcze w zeszłym roku Comarch realizował dodatkowe zlecenia w związku z fuzją dwóch dużych sieci telefonicznych w Niemczech.

Finanse i Bankowość

W finansach i bankowości Comarchowi z powodzeniem udaje się sprzedawać rozwiązania, które przyjęły się już w innych segmentach. Uważamy, że kolejne okresy przyniosą stabilny wzrost sprzedaży w tym segmencie

Handel i Usługi

Zgodnie ze strategią ta dywizja powinna być w najbliższych latach głównym źródłem wzrostu skali działalności Comarchu. Prognozujemy, że w 2017 roku oraz w kolejnych latach spółce uda się wypracować mocne dwucyfrowe tempo wzrostu, głównie za sprawą sprzedaży na rynkach zagranicznych. W 2015 roku Comarch intensywnie rozbudowywał struktury sprzedażowe, co przejściowo wpłynęło na słabe wyniki w segmencie pozostałe. Uważamy jednak, że w dłuższej perspektywie takie posunięcie pozwoli utrzymać tempo rozwoju w kluczowych dla Comarchu obszarach. Spółka również wprowadza nowe rozwiązania w tym segmencie. W 3Q'15 nabyte zostały udziały w Thanks Again zajmującym się kampaniami marketingowymi dla podmiotów z branży lotniczej. Dotychczas Comarch dostarczał tej spółce systemy informatyczne, a obecnie bazując na swoich rozwiązaniach IT chce dostarczać kompleksowe usługi klientom Thanks Again oraz zwiększyć zakres działalności tego podmiotu. Uważamy, że pierwsze pozytywne efekty mogą być widoczne w wynikach już na przełomie 2017 i 2018 roku, a w kolejnych latach działalność marketingowa bazująca na oprogramowaniu własnym powinna być kolejną istotną linią biznesową.

Przemysł i Utilities

Dotychczas wyniki w tym segmencie były realizowane głównie przez sprzedaż sprzętu i oprogramowania, obcego, jednak ten trend uległ odwróceniu. W 2016 roku to właśnie sprzedaż do tej grupy odbiorców była odpowiedzialna za znaczny wzrost przychodów z oprogramowania własnego. Oczekujemy, że kolejne okresy pozwolą na utrzymanie nowej tendencji, co powinno pozytywnie odbić się nie tylko na wyższej sprzedaży, ale także utrzymaniu rentowności.

Sektor Publiczny

Na najbliższe kwartały oczekujemy stabilnej odbudowy portfela zleceń. Natomiast wyraźne ożywienie w naszym mniemaniu możliwe jest dopiero w na przełomie 2017 i 2018 roku. Wcześniej liczyliśmy, że np. w ochronie zdrowia większy przełom nastąpi wcześniej, jednak zawirowania wokół sposobu finansowania szpitali opóźniły postępowania przetargowe. W dalszej perspektywie Comarch może liczyć na duże projekty, jak np. przetarg na obsługę systemu poboru opłat za sieć dróg szybkiego ruchu.

Małe i Średnie Przedsiębiorstwa

Ten sektor generuje wyraźny wzrost zwłaszcza na rynku polskim. W 2017 roku sprzedaż do małych podmiotów powinna być dodatkowo napędzana przez wprowadzenie jednolitego pliku kontrolnego, co w naszej opinii wygeneruje dodatkowy popyt na rozwiązania Comarchu. W całym 2017 roku spodziewamy się wzrostu przychodów z tego segmentu o 9% r/r

Medycyna

Ten sektor obejmuje rozwiązania telemedyczne oraz działalność centrum medycznego w Krakowie. Spółka skomercjalizowała już kilka rozwiązań z zakresu zdalnej opieki zdrowotnej. Liczymy, że środki z nowej perspektywy UE przeznaczone na ochronę zdrowia pozwolą Comarchowi osiągnąć odpowiednią skalę działalności, która umożliwi uzyskanie trwałej rentowności.

Pozostałe grupy odbiorców

W pozostałej działalności największe znaczenie ma działalność sportowa obejmująca KS Cracovia z sekcją hokejową i piłkarską. W 3Q'16 ten segment miał istotny pozytywny wpływ na skonsolidowane wyniki. W dłuższym terminie zakładamy neutralny wpływ tego segmentu na wyniki. Jest to związane z hobbystycznym profilem tego typu działalności.

Zmiana prognoz względem ostatniego raportu [mln PLN]

	2017P poprzednia	2017P obecna	zmiana	2018P poprzednia	2018P obecna	zmiana
Przychody	1252,8	1178,9	-5,9%	1346,6	1298,4	-3,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	385,5	367,8	-4,6%	390,6	403,7	3,4%
EBITDA	184,9	184,8	0,0%	200,2	206,8	3,3%
EBIT	116,3	119,2	2,5%	130,7	138,6	6,0%
Wynik brutto	112,2	128,6	14,6%	129,2	132,8	2,8%
Wynik netto	90,9	97,7	7,5%	98,2	101,0	2,8%
Marża brutto	30,8%	31,2%		29,0%	31,1%	
Marża EBITDA	14,8%	15,7%		14,9%	15,9%	
Marża EBIT	9,3%	10,1%		9,7%	10,7%	
Marża netto	7,3%	8,3%		7,3%	7,8%	

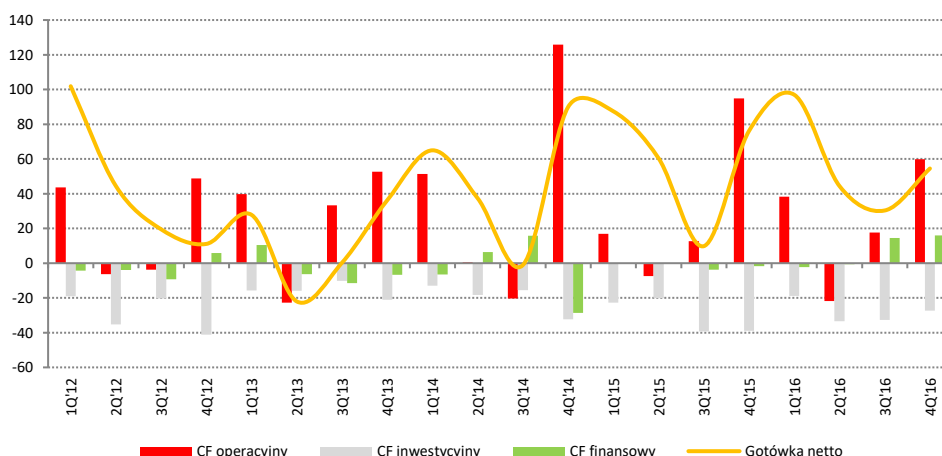
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A.

PROGRAM INWESTYCYJNY

Skutkiem dynamicznego rozwoju jest konieczność ponoszenia znacznych nakładów inwestycyjnych w celu utrzymania konkurencyjności. Na 2016 rok przewidziana była kulminacja w realizowanych projektach inwestycyjnych, których łączna wartość miała przekroczyć 130 mln PLN. Część projektów jednak się przesunęła i zostanie zrealizowana w 2017 roku.

W 1Q'16 została podpisana umowa na przystosowanie budynku w Lille, należącego do Comarchu, na potrzeby nowego data center. Zakończenie inwestycji planowane jest na 3Q'17, a jej koszt wynosi około 32 mln PLN. Do końca 2016 roku nakłady poniesione na realizację tej inwestycji wyniosły 6,1 mln PLN. W 1Q'16 podpisana została także umowa z Budimexem na budowę kolejnego budynku na terenie krakowskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej (SSE7), której wartość wynosi 69,7 mln PLN. Do końca 2016 roku nakłady na ten projekt wyniosły 12,1 mln PLN. Inwestycja powinna się zakończyć w 4Q'17. W nowym budynku w Krakowie będą miejsca dla 2000 pracowników Comarchu. Znaczna część 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 4-5 lat

Cash flow Comarchu



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.
- **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 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.
- **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.
- **Spór z Pekao.** W marcu 2017 roku spółka poinformowała o otrzymaniu wezwania do zapłaty w wysokości 100 mln PLN. Przyczyną było nieutrzymanie parametrów wykonywanej usługi. Comarch nie uznaje tych roszczeń, gdyż nieprawidłowe działanie systemów było spowodowane brakiem inwestycji banku w infrastrukturę sprzętową. Naliczona kara kilkukrotnie przewyższa także kwoty przewidziane w umowie.
- **Fuzja Asseco BS i Macrologic.** Po transakcji wyraźnie poprawi się pozycja konkurencyjna Asseco Business Solutions względem Comarchu, przez co konkurencja może być większa. Oprócz walki o klientów może zaostrić się rywalizacja o pracowników.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa Trwałe	606,0	673,8	712,9	729,1	741,7	751,9	761,0	767,2	772,4	776,4	779,2	784,3
Wartości niematerialne i prawne	107,2	102,1	105,5	107,1	108,2	109,0	109,6	109,8	109,8	109,7	109,4	109,4
Rzeczowe aktywa trwałe	422,6	501,1	528,8	543,3	554,8	564,3	572,7	578,8	583,9	588,1	591,2	596,3
Pozostałe aktywa trwałe	76,2	70,7	78,7	78,7	78,7	78,7	78,7	78,7	78,7	78,7	78,7	78,7
Aktywa obrotowe	698,8	765,4	822,7	882,7	925,9	939,8	955,1	975,3	998,4	1014,9	1032,4	1065,8
Zapasy	51,4	76,6	65,5	75,7	80,4	83,7	86,7	89,8	92,9	96,2	99,4	102,6
Należności handlowe	417,8	446,7	474,6	523,0	555,1	578,2	598,9	620,1	641,7	664,1	686,2	708,7
Środki pieniężne	221,8	235,8	276,3	277,6	284,0	271,5	263,1	259,0	257,4	248,3	240,5	248,1
Pozostałe aktywa obrotowe	7,8	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Aktywa razem	1304,8	1439,3	1535,7	1611,8	1667,5	1691,8	1716,1	1742,5	1770,8	1791,4	1811,7	1850,1
Kapitały własne	780,6	862,1	959,8	1036,3	1099,0	1133,8	1169,7	1207,5	1247,0	1288,5	1331,8	1361,0
Zobowiązania długoterminowe	152,7	196,9	196,9	176,9	156,9	136,9	116,9	116,9	111,9	81,9	50,0	50,0
Zobowiązania finansowe	113,6	147,0	147,0	127,0	107,0	87,0	67,0	67,0	62,0	32,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	39,1	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Zobowiązania krótko terminowe	371,6	385,9	384,6	404,1	417,2	426,6	435,0	423,7	417,5	426,6	435,6	444,7
Zobowiązania finansowe	32,1	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0	15,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	177,1	194,5	193,2	212,8	225,9	235,3	243,7	252,3	261,1	224,4	231,9	239,5
Pozostałe zobowiązania	194,5	191,4	191,4	191,4	191,4	191,4	191,4	171,4	156,4	202,2	203,7	205,2
Pasywa razem	1304,8	1439,3	1535,7	1611,8	1667,5	1691,8	1716,1	1742,5	1770,8	1791,4	1811,7	1850,1

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1131,6	1112,8	1178,9	1298,4	1378,2	1435,6	1486,9	1539,5	1593,2	1648,8	1703,6	1759,4
EBITDA	166,5	179,9	184,8	206,8	220,5	230,0	238,7	247,9	256,7	265,7	274,7	282,0
<i>Polska</i>	<i>114,2</i>	<i>90,4</i>	<i>100,8</i>	<i>109,9</i>	<i>120,2</i>	<i>125,6</i>	<i>130,8</i>	<i>136,1</i>	<i>141,5</i>	<i>147,0</i>	<i>152,4</i>	<i>156,0</i>
<i>DACH</i>	<i>66,6</i>	<i>47,2</i>	<i>42,7</i>	<i>35,5</i>	<i>36,4</i>	<i>37,1</i>	<i>37,7</i>	<i>38,2</i>	<i>38,7</i>	<i>39,1</i>	<i>39,5</i>	<i>39,9</i>
<i>Pozostałe</i>	<i>-12,3</i>	<i>31,6</i>	<i>34,2</i>	<i>52,4</i>	<i>57,7</i>	<i>60,8</i>	<i>63,4</i>	<i>66,2</i>	<i>69,0</i>	<i>72,0</i>	<i>75,2</i>	<i>78,4</i>
<i>Inwestycje</i>	<i>-1,7</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,2</i>	<i>-1,2</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,6</i>
<i>Sport</i>	<i>0,6</i>	<i>11,6</i>	<i>3,4</i>	<i>14,2</i>	<i>14,6</i>	<i>14,9</i>	<i>15,2</i>	<i>15,4</i>	<i>15,5</i>	<i>15,7</i>	<i>15,8</i>	<i>15,8</i>
<i>Medycyna</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,9</i>	<i>4,8</i>	<i>16,1</i>	<i>13,5</i>	<i>14,1</i>	<i>14,6</i>	<i>15,2</i>	<i>15,5</i>	<i>15,6</i>	<i>15,8</i>	<i>15,9</i>
EBIT	113,0	116,9	119,2	138,6	150,3	158,5	166,0	174,1	182,2	190,6	199,2	206,1
Saldo działalności finansowej	-4,9	-12,1	9,4	-5,7	-1,4	-1,0	-0,7	-0,3	0,1	0,6	1,2	1,2
Wynik brutto	108,1	104,8	128,6	132,8	148,9	157,5	165,3	173,8	182,2	191,3	200,4	207,3
Wynik netto	80,3	75,7	97,7	101,0	113,2	119,7	125,7	132,1	138,5	145,4	152,3	157,5

Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	117,0	94,0	148,7	132,2	161,0	175,2	183,8	190,5	197,0	203,3	210,3	215,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-121,2	-112,3	-104,6	-83,2	-81,3	-80,4	-80,4	-78,7	-78,4	-77,9	-77,1	-79,7
Przepływy z działalności finansowej	-6,1	27,6	-3,6	-47,7	-73,3	-107,3	-111,8	-115,9	-120,3	-134,5	-141,0	-128,3
Przepływy pieniężne netto	-10,2	9,2	40,5	1,4	6,4	-12,5	-8,4	-4,1	-1,7	-9,0	-7,8	7,6
Środki pieniężne na początek okresu	232,4	221,8	235,8	276,3	277,6	284,0	271,5	263,1	259,0	257,4	248,3	240,5
Środki pieniężne na koniec okresu	221,8	235,8	276,3	277,6	284,0	271,5	263,1	259,0	257,4	248,3	240,5	248,1

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	9,0%	-1,7%	5,9%	10,1%	6,1%	4,2%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,3%	3,3%
EBITDA zmiana r/r	8,9%	8,0%	2,7%	11,9%	6,6%	4,3%	3,8%	3,8%	3,6%	3,5%	3,4%	2,6%
EBIT zmiana r/r	14,7%	3,4%	2,0%	16,3%	8,5%	5,4%	4,7%	4,9%	4,7%	4,6%	4,5%	3,5%
Zysk netto zmiana r/r	16,5%	-5,7%	29,1%	3,3%	12,1%	5,8%	5,0%	5,1%	4,9%	5,0%	4,8%	3,4%
Marża brutto na sprzedaży	30,1%	31,3%	31,2%	31,1%	31,0%	31,0%	31,1%	31,1%	31,2%	31,3%	31,3%	31,3%
Marża EBITDA	14,7%	16,2%	15,7%	15,9%	16,0%	16,0%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,0%
Marża EBIT	10,0%	10,5%	10,1%	10,7%	10,9%	11,0%	11,2%	11,3%	11,4%	11,6%	11,7%	11,7%
Marża netto	7,0%	6,8%	8,3%	7,8%	8,2%	8,3%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%
COGS/przychody	69,9%	68,7%	68,8%	68,9%	69,0%	69,0%	68,9%	68,9%	68,8%	68,7%	68,7%	68,7%
SG&A/ przychody	19,7%	21,0%	21,1%	20,4%	20,1%	20,0%	19,9%	19,8%	19,8%	19,7%	19,6%	19,6%
SG&A/COGS	28,1%	30,5%	30,7%	29,6%	29,2%	29,0%	28,9%	28,8%	28,7%	28,6%	28,6%	28,5%
ROE	10,3%	8,8%	10,2%	9,7%	10,3%	10,6%	10,7%	10,9%	11,1%	11,3%	11,4%	11,6%
ROA	6,2%	5,2%	6,3%	6,2%	6,8%	7,1%	7,3%	7,6%	7,8%	8,1%	8,4%	8,5%
Dług	145,6	181,3	181,3	161,3	141,3	121,3	101,3	81,3	62,0	32,0	0,0	0,0
D/(D+E)	15,7%	17,4%	15,9%	13,5%	11,4%	9,7%	8,0%	6,3%	4,7%	2,4%	0,0%	0,0%
D/E	18,7%	21,0%	18,9%	15,6%	12,9%	10,7%	8,7%	6,7%	5,0%	2,5%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	2,1%	2,1%	3,0%	2,3%	1,9%	1,5%	1,2%	0,9%	0,7%	0,3%	0,0%	0,0%
Dług netto	-76,2	-54,5	-95,0	-116,3	-142,7	-150,2	-161,8	-177,7	-195,4	-216,4	-240,5	-248,1
Dług netto / Kapitał własny	-9,8%	-6,3%	-9,9%	-11,2%	-13,0%	-13,2%	-13,8%	-14,7%	-15,7%	-16,8%	-18,1%	-18,2%
Dług netto / EBITDA	-45,7%	-30,3%	-51,4%	-56,2%	-64,7%	-65,3%	-67,8%	-71,7%	-76,1%	-81,4%	-87,5%	-88,0%
Dług netto / EBIT	-67,4%	-46,6%	-79,7%	-83,9%	-94,9%	-94,8%	-97,5%	-102,1%	-107,3%	-113,5%	-120,8%	-120,4%
EV	1778,2	1799,9	1759,5	1738,1	1711,7	1704,2	1692,6	1676,7	1659,0	1638,1	1613,9	1834,3
Dług / EV	8,2%	10,1%	10,3%	9,3%	8,3%	7,1%	6,0%	4,9%	3,7%	2,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	8,3%	11,7%	8,2%	6,5%	6,0%	5,7%	5,5%	5,2%	5,0%	4,8%	4,6%	4,6%
CAPEX/Amortyzacja	175,9%	206,1%	147,4%	123,6%	117,9%	114,3%	112,4%	108,5%	106,9%	105,4%	103,7%	106,7%
Amortyzacja/Przychody	4,7%	5,7%	5,6%	5,3%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,4%	4,3%
Zmiana KO/Przychody	4,5%	3,3%	1,5%	3,0%	1,7%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	55,1%	-194,7%	27,5%	32,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	1,6	1,7	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2
P/E	23,1	24,5	19,0	18,4	16,4	15,5	14,8	14,0	13,4	12,8	12,2	13,2
P/CE	13,9	13,4	11,4	11,0	10,1	9,7	9,3	9,0	8,7	8,4	8,1	8,9
EV/EBITDA	10,7	10,0	9,5	8,4	7,8	7,4	7,1	6,8	6,5	6,2	5,9	6,5
EV/EBIT	15,7	15,4	14,8	12,5	11,4	10,8	10,2	9,6	9,1	8,6	8,1	8,9
EV/S	1,6	1,6	1,5	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	1,0
BVPS	94,4	104,2	116,2	125,6	133,3	137,6	142,0	146,7	151,5	156,6	161,9	147,4
EPS	9,9	9,3	12,0	12,4	13,9	14,7	15,4	16,2	17,0	17,9	18,7	17,2
CEPS	16,4	17,1	20,1	20,8	22,5	23,5	24,4	25,3	26,2	27,1	28,0	25,6
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	12,2	24,4	50,5	84,9	89,8	94,2	99,0	103,9	109,0	128,3
DPS	0,0	0,0	1,5	3,0	6,2	10,4	11,0	11,6	12,2	12,8	13,4	14,0
Dyield	0,0%	0,0%	0,7%	1,3%	2,7%	4,6%	4,8%	5,1%	5,3%	5,6%	5,9%	6,2%
Payout ratio	0,0%	0,0%	16,1%	25,0%	50,0%	75,0%	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	Godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	200,7	Akumuluj	187,1	19.05.2017	10:01 CEST	223,5	59,948
Akumuluj	187,1	Akumuluj	156,2	21.12.2016	12:58 CEST	169,1	51 577
Akumuluj	156,2	Kupuj	139,0	06.07.2016	09:58 CEST	143,5	43 932
Kupuj	139,0	-	-	24.02.2016		115,0	45 761

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'16:

Kupuj	2	20%
Akumuluj	4	40%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	4	40%
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 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.

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 (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentem finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii 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 19.05.2017 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 23.05.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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 19.05.2017 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 mogące spowodować powstanie 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.