



Dom Maklerski BDM S.A.

COMARCH

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO REDUKUJ)

WYCENA 197,9 PLN

27 WRZEŚNIEŃ 2017, 10:36 CEST

Portfel zamówień Comarchu na 2H'17 daje perspektywę na mocną poprawę oczyszczonych wyników już w 3Q'17. Spółka sygnalizowała wzrost backlogu na cały 2017 rok, jednak spodziewamy się, że rozpoczęcie realizacji większości umów nastąpi w 3Q'17. Na początku projektu następują zwykle dostawy licencji, dlatego oczekujemy, że rentowność biznesu będzie wyraźnie wyższa niż miało to miejsce w 1H'17 oraz 3Q'16. Pozytywnie odbieramy agresywną strategię spółki w przetargu na utrzymanie KSI w ZUS. Daje to podstawy aby sądzić, że to właśnie Comarch zostanie wyłoniony jako zwycięzca. Ponadto spółka powinna być beneficjentem ożywienia na rynku administracji publicznej. Dlatego ostatni spadek kursu Comarchu traktujemy jako okazję inwestycyjną i decydujemy się na wydanie zalecenia Akumuluj z ceną docelową na poziomie 197,9 PLN na akcję.

Okres 1H'17 nie był dla Comarchu pomyślny. Wysoka baza z zeszłego roku pokazała silną erozję przychodów, a umocnienie złotówki bardzo negatywnie wpłynęło na EBITDA. Kolejne kwartały powinny być naszym zdaniem bardziej łaskawe dla spółki. Na 2017 rok Comarch zbudował o kilka procent wyższy portfel zamówień, który według nas zacznie być konsumowany już w 3Q'17. W połączeniu z niską bazą może to dać wysoką dynamikę skorygowanego EBITDA r/r. W 3Q'16 nie był już realizowany kontrakt związany z fuzją na niemieckim rynku telekomunikacyjnym. Zaznaczamy jednak, że w tamtym okresie miała miejsce sprzedaż karty zawodniczej Bartosza Kapustki oraz rozwiązanie niektórych rezerw na należności, co istotnie zawyżyło wynik. Dlatego raportowany EBITDA w 3Q'17 prognozujemy na poziomie zbliżonym do analogicznego okresu roku poprzedniego. W 4Q Comarch ma do czynienia z wysoką bazą dlatego poprawa EBITDA będzie raczej trudna do zrealizowania.

Kolejne okresy także powinny skutkować poprawą sprzedaży oraz lepszymi marżami. W latach 2018 – 2019 liczymy na mocną poprawę koniunktury w administracji publicznej i medycynie. Jeśli Comarch zostanie ostatecznie wybrany jako wykonawca umowy na utrzymanie KSI, to na ten okres przypadnie także realizacja tego kontraktu. Z kolei w dłuższym terminie na wzrost sprzedaży powinien wpływać segment komercyjny. Inwestycje w data center i własną fabrykę urządzeń elektronicznych, mogą dać spółce istotną przewagę w obszarze usług związanych z marketingiem. Ponadto od kilku kwartałów zatrudnienie pozostaje stabilne, przez co fundusz płac rośnie w umiarkowanym tempie. Sądzymy, że w latach 2018 – 2019 pozwoli to Comarchowi efektywniej wykorzystywać pozyskiwane zlecenia. Jeśli chodzi o rynek krajowy, to pozytywnie zapatrujemy się także na sektor komercyjny. Tutaj koniunktura powinna być dodatkowo wspierana przez zmiany legislacyjne dotyczące VAT. Mechanizm podzielonej płatności ma szansę przełożyć się na wyższy popyt zarówno ze strony przedsiębiorstw jak i banków. Comarch zakończył także kilku letni program inwestycyjny. Obecne zasoby powinny wystarczyć spółce na kilka lat rozwoju. Dlatego od 2018 roku oczekujemy ograniczenia nakładów inwestycyjnych o około 50% względem 2017 roku.

Wycena DCF [PLN]	197,8
Wycena porównawcza [PLN]	198,3
Wycena końcowa [PLN]	197,9
Potencjał do wzrostu / spadku	11,8%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	177,00
Kapitalizacja [mln PLN]	1 439,6
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	-17,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-23,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	2,0%

Struktura akcjonariatu:

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

Marek Jurzec

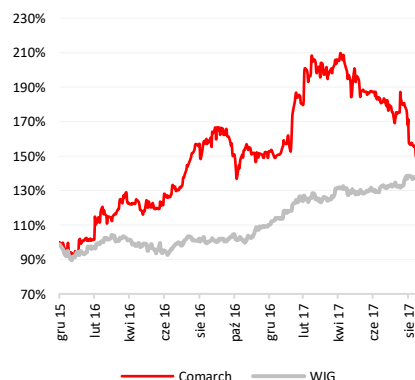
tel. (032) 20-81-435

e-mail: marek.jurzec@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	1131,6	1112,8	1134,5	1259,2	1392,6	1450,5
EBITDA [mln PLN]	166,5	179,9	135,3	176,9	225,9	233,6
EBIT [mln PLN]	113,0	116,9	69,9	108,1	157,0	163,9
Wynik netto [mln PLN]	80,3	75,7	64,6	77,0	117,1	122,9
P/BV	1,8	1,6	1,6	1,5	1,3	1,2
P/E	17,2	18,3	21,4	18,0	11,8	11,3
EV/EBITDA	7,8	7,4	10,3	7,7	5,8	5,4
EV/EBIT	11,6	11,4	20,0	12,6	8,3	7,7



SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	6
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	9
WYNIKI ZA 2Q'17.....	10
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY	15
PROGRAM INWESTYCYJNY.....	18
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	19
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	20

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 2018 - 2019 dała cenę jednej akcji na poziomie 198,3 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 197,8 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 197,9 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	197,8
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	198,3
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		197,9

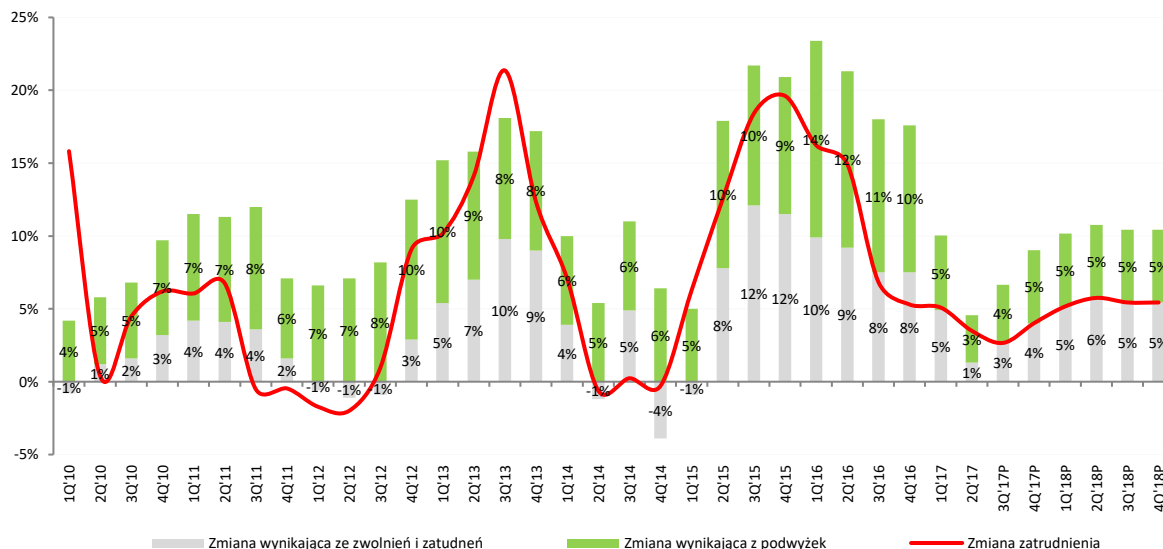
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki prezentowane w trakcie 1H'17 zostały chłodno przyjęte przez rynek, co znalazło odzwierciedlenie w kursie Comarchu. Wpłynęły na to głównie różnice kursowe oraz wysoka baza z 1H'16. Wtedy miała miejsce realizacja kontraktu telekomunikacyjnego związanego z fuzją dwóch klientów na rynku niemieckim. Ponadto w 2Q'17 nastąpiła jednorazowa dostawa licencji ERP na rynek niemiecki, która zwiększyła bazę o około 8 mln PLN. W 3Q baza wynikowa także jest zaburzona. Tym razem chodzi o efekt związany z transferem Bartosza Kapustki do Leicester City, jaki miał miejsce w 3Q'16. Po oczyszczeniu o saldo PPO i PKO zakładamy w 3Q'17 podwojenie EBITDA r/r. Na najbliższe okresy oczekujemy także utrzymania stabilnego poziomu kosztów wynagrodzeń. W 2015 roku Comarch agresywnie zwiększył zatrudnienie. Początkowo skutkowało to wyższym funduszem płac związanym z większą liczbą pracowników, a następnie wzrostem będącym rezultatem podwyżek wynagrodzeń. Obecnie zatrudnienie jest na względnie stabilnym poziomie, więc uważamy, że fundusz płac będzie rósł w umiarkowanym tempie.

Oczekujemy, że wzrost portfela zamówień na 2017 rok znajdzie odzwierciedlenie już w wynikach za 3Q'17. Poza tym w momencie rozpoczęcia realizacji długoterminowych kontraktów, dochodzi zwykle do sprzedaży licencji, co powoduje raportowanie bardzo dobrych marż na początku realizacji projektu. Dlatego w 3Q'17 prognozujemy 14,2% wzrost przychodów r/r i dwa razy wyższy oczyszczony EBITDA, względem analogicznego okresu roku poprzedniego. W przypadku 4Q'17 nie oczekujemy fajerwerków na wynikach. O ile przychody mają szansę wrosnąć o kilka procent, to o poprawę EBITDA może być trudno. W 4Q'16 rezultaty na poziomie operacyjnym zostały wsparte przez słabą złotówkę oraz rozliczenie kilku kontraktów. W perspektywie najbliższych lat niezmiennie oczekujemy wzrostu w segmencie handlowo-usługowym oraz przemysłowym. Comarchowi udaje się systematycznie zwiększać portfel zamówień w tych obszarach w mocnym dwucyfrowym tempie. Zmiany legislacyjne, wdrażające mechanizm podzielonej płatności mogą wymusić na bankach zwiększenie inwestycji w systemy informatyczne. Może się to przełożyć także na wyniki Comarchu. Jednak w tym przypadku pozytywny efekt może być dość ograniczony z racji słabej pozycji konkurencyjnej na tle Asseco.

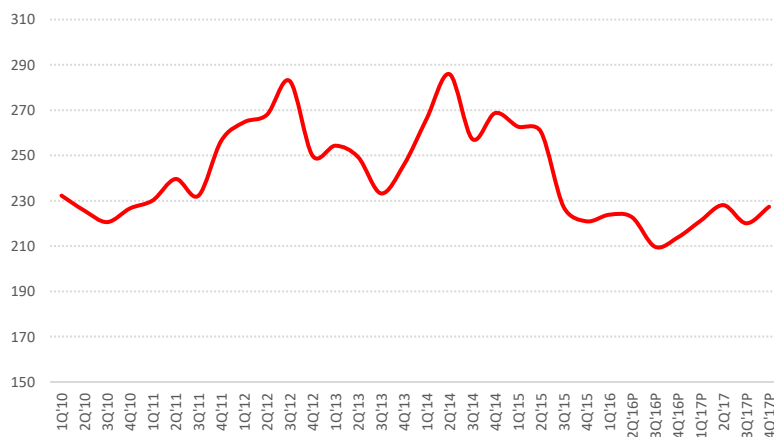
W 3Q'17 w centrum uwagi było otwarcie kopert w przetargu na utrzymanie KSI w ZUS. Oferta Comarchu okazała się o 132 mln PLN niższa niż drugiego Asseco i wyniosła 242 mln PLN. Taka informacja jest sporym zaskoczeniem ponieważ do tej pory to Asseco było faworytem w wyścigu o ten kontrakt. Ostateczna decyzja będzie podjęta w październiku, jednak różnica w cenach jest na tyle istotna, że najprawdopodobniej wybór padnie na Comarch. Oczywiście należy zakładać procedurę odwoławczą i zarzuty odnośnie zaofiarowania „rażąco niskiej ceny”. Uważamy jednak, że Comarch ma realną szansę na końcowe zwycięstwo. Asseco Poland dotychczas realizowało dwie umowy, na utrzymanie i na rozwój. Obecny przetarg dotyczy jedynie usług utrzymaniowych. Dlatego sądzimy, że do jego obsługi powinno wystarczyć około 100 - 150 informatyków. Według nas większość zasobów potrzebnych do jego realizacji już jest w Comarchu, ponieważ spółka nie redukowała w ostatnich latach zespołów dedykowanych dla administracji publicznej. ZUS nie zdecydował się jeszcze na rozpisanie nowego przetargu na rozwój KSI, a dotychczasowe zlecenia kierowane do Asseco zostały mocno ograniczone. Odczytujemy to jako przygotowanie do budowy nowego KSI, o czym wspominali wysocy rangą przedstawiciele ZUS w jednym z wywiadów prasowych. W dłuższym terminie otwiera to furtkę, dla firm takich jak Comarch, do bardziej kompleksowej obsługi tej instytucji.

Wpływ zatrudnienia na fundusz płac



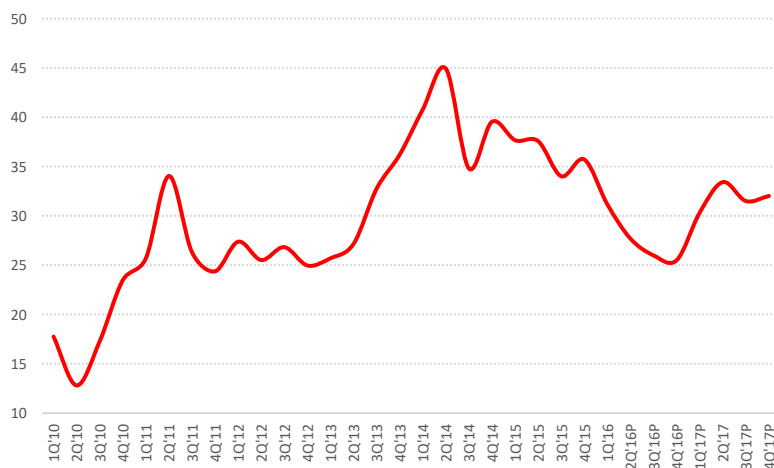
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

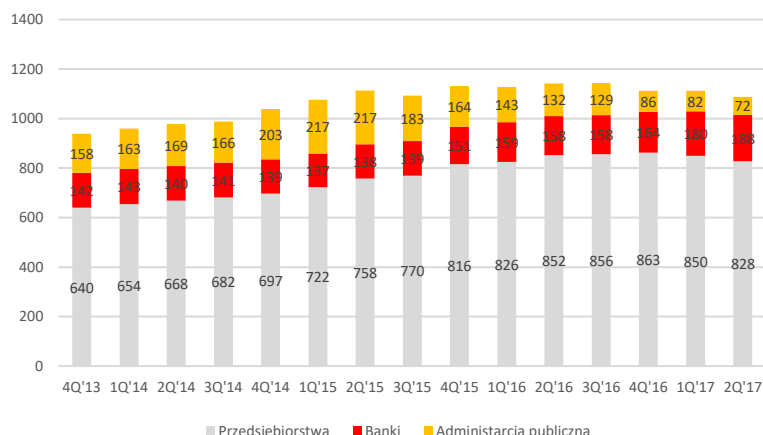
EBITDA na pracownika w kolejnych 4 kwartałach narastająco [tys. PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Agresywna polityka zatrudnienia w 2015 roku zebrała, żniwo w postaci wyraźnego spadku efektywności pracowników. Na wyższe zatrudnienie nałożyło się spowolnienie zarówno w administracji publicznej jak i w segmencie telekomunikacyjnym. Od dwóch lat spółka prowadzi zdecydowanie mniej agresywną politykę personalną i bazuje na programach stażowych, podczas których zatrudnia około 300 studentów. Oczekujemy, że w dalszej perspektywie spółka utrzyma obecny poziom wzrostu zatrudnienia. W połączeniu z rosnącym portfelem zleceń powinno skutkować to stopniowym wzrostem produktywności w kolejnych okresach.

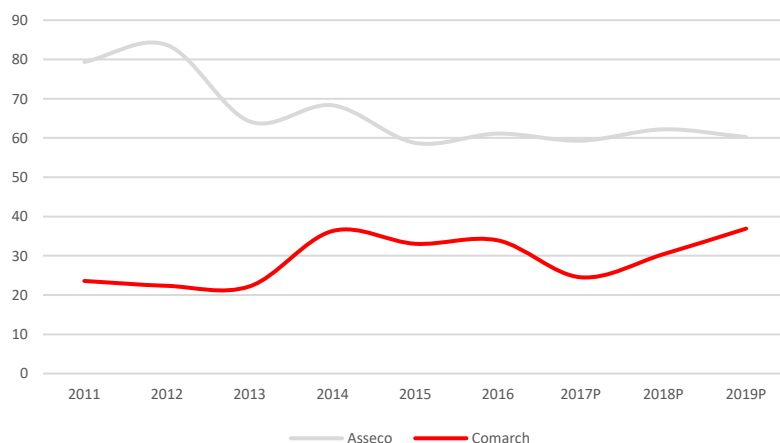
Struktura sprzedaży Comarchu za ostatnie 12 miesięcy [mln PLN]



W ostatnich okresach sprzedaż do administracji publicznej ustabilizowała się na niskim poziomie. Spowolnienie w obszarze przedsiębiorstw, to efekt gorszej kontraktacji w telekomunikacji, wywołanej zakończeniem dużego projektu w Niemczech

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

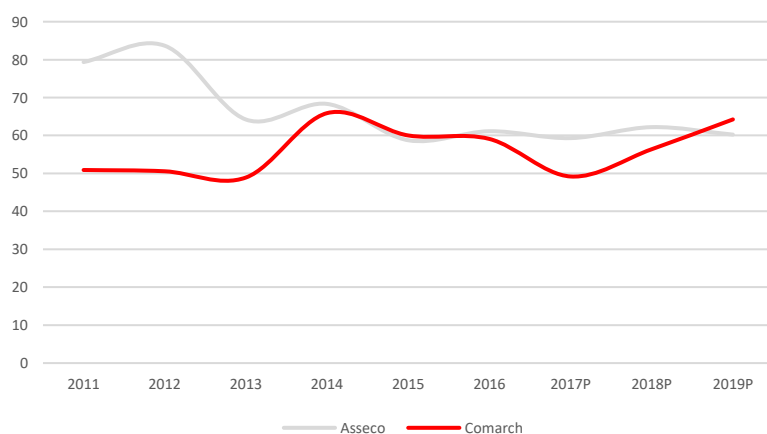
Roczna EBITDA na pracownika w Comarchu i Asseco [tys. PLN]



Comarch nie aktywuje kosztów R&D które wynoszą około 12% jego rocznych przychodów. Przez to raportowana produktywność pracowników jest niższa niż u konkurencji. Po oczyszczeniu o nakłady na rozwój dysproporcja między Asseco i Comarchem Praktycznie znika. W poprzednich okresach była ona wyższa, jednak wynikało to z realizowania wysokomarżowych projektów jak np. PZU i ZUS. Ponadto Asseco sprzedaje więcej rozwiązań trzecich, co nie angażuje tak zasobów jak programowanie.

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Roczna EBITDA na pracownika w Comarchu i Asseco skorygowana o R&D w Comarchu [tys. PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółki

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 udane 2H'17, które pomimo słabych odczytów w 2H'17 powinno przełożyć się na wyższą sprzedaż w całym 2017 roku. Z kolei na poziomie EBITDA zakładamy spadek o 25% r/r.
- W latach 2018 – 2019 oczekujemy silnego wzrostu przychodów. Według naszych prognoz dynamika powinna przekroczyć 10% r/r. Uważamy, że przełoży się to także na wyraźnie lepszą marżowość biznesu. Za znaczną część wzrostu ma odpowiadać sektor publiczny. W związku z tym Comarch nie będzie musiał zatrudniać dodatkowych ludzi, ponieważ zatrudnienie w działach odpowiedzialnych za oprogramowanie dla administracji publicznej pozostało na poziomie sprzed kryzysu.
- W najbliższych latach zakładamy utrzymanie dotychczasowej polityki zatrudnienia. Zasoby produkcyjne Comarchu powinny zwiększać się o około 300 osób rocznie. Dzięki temu wzrost przychodów ma szansę bezpośrednio przełożyć się na poprawę marż w latach 2018 – 2019.
- Uważamy, że na potrzeby obsługi KSI Comarch nie będzie musiał istotnie zwiększać zatrudnienia. Dlatego okres przejściowy nie powinien skutkować drastycznym wzrostem kosztów przy braku przychodów.
- 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 prognozowany poziom długu netto na koniec 2017 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 1 stycznia 2018.

Wycena jednej akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 197,8 PLN.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	1259,2	1392,6	1450,5	1501,4	1553,6	1606,8	1661,8	1715,8	1771,9	1829,6
EBIT [mln PLN]	108,1	157,0	163,9	170,0	176,5	184,5	192,9	201,2	210,0	219,1
Stopa podatkowa	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Podatek od EBIT [mln PLN]	25,9	37,7	39,3	40,8	42,4	44,3	46,3	48,3	50,4	52,6
NOPLAT[mln PLN]	82,1	119,3	124,6	129,2	134,1	140,2	146,6	152,9	159,6	166,5
Amortyzacja [mln PLN]	68,8	68,8	69,7	70,0	70,6	71,0	71,3	71,5	71,8	72,1
CAPEX [mln PLN]	-69,1	-76,6	-72,5	-75,1	-74,6	-73,9	-73,1	-73,8	-74,4	-73,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-35,0	-37,4	-16,2	-14,3	-14,6	-14,9	-15,4	-15,2	-30,5	-16,7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	46,8	74,1	105,5	109,9	115,5	122,4	129,4	135,5	126,4	148,7
DFCF [mln PLN]	43,2	63,1	82,8	79,4	76,9	75,0	72,9	70,1	60,1	64,8
Suma DFCF [mln PLN]	688,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2183,0									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	951,3	Wzrost w okresie rezydualnym				2,0%				
Wartość firmy EV [mln PLN]	1639,6									
Dług netto [mln PLN]	15,4									
Udział mniejszości [mln PLN]	16,8									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	1607,3									
liczba akcji [mln szt.]	8,1									
Wartość na akcje [PLN]	197,8									

Przychody zmiana r/r	11,0%	10,6%	4,2%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%
EBIT zmiana r/r	54,5%	45,3%	4,4%	3,7%	3,8%	4,5%	4,5%	4,3%	4,3%	4,3%
FCF zmiana r/r	-59,6%	58,4%	42,3%	4,1%	5,1%	6,0%	5,7%	4,8%	-6,7%	17,6%
Marża EBITDA	14,0%	16,2%	16,1%	16,0%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
Marża EBIT	8,6%	11,3%	11,3%	11,3%	11,4%	11,5%	11,6%	11,7%	11,9%	12,0%
Marża NOPLAT	6,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,1%
CAPEX / Przychody	5,5%	5,5%	5,0%	5,0%	4,8%	4,6%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%
CAPEX / Amortyzacja	100,5%	111,3%	104,1%	107,2%	105,7%	104,1%	102,5%	103,2%	103,7%	101,6%
Zmiana KO / Przychody	2,8%	2,7%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	1,7%	0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	54,4%	28,9%

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	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	86,0%	88,1%	89,6%	90,9%	92,1%	93,3%	95,1%	96,7%	98,3%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Udział kapitału obcego	14,0%	11,9%	10,4%	9,1%	7,9%	6,7%	4,9%	3,3%	1,7%	0,0%
WACC	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Beta	0,7	171,4	181,3	193,4	208,8	229,0	256,5	296,2	358,6	470,9
	0,8	162,0	170,6	181,1	194,2	211,1	233,6	265,2	312,5	391,3
	0,9	153,5	161,0	170,1	181,4	195,7	214,3	239,8	276,6	334,3
	1	145,7	152,3	160,3	170,0	182,2	197,8	218,7	247,9	291,6
	1,1	138,5	144,4	151,4	159,8	170,3	183,5	200,8	224,4	258,4
	1,2	132,0	137,2	143,3	150,7	159,7	171,0	185,5	204,8	231,9
	1,3	125,9	130,6	136,0	142,5	150,3	160,0	172,2	188,3	210,1

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%	181,8	193,1	207,3	225,6	249,9	283,9	335,0	420,2	590,5
	4%	162,0	170,6	181,1	194,2	211,1	233,6	265,2	312,5	391,3
	5%	145,7	152,3	160,3	170,0	182,2	197,8	218,7	247,9	291,6
	6%	132,0	137,2	143,3	150,7	159,7	171,0	185,5	204,8	231,9
	7%	120,3	124,5	129,3	135,0	141,8	150,2	160,7	174,1	192,0
	8%	110,3	113,7	117,5	122,0	127,3	133,6	141,4	151,1	163,6
	9%	101,7	104,4	107,5	111,0	115,2	120,1	126,0	133,2	142,2

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%	350,3	325,2	303,2	283,9	266,9	251,6	237,9	225,5	214,3
	4%	296,5	272,3	251,6	233,6	218,0	204,1	-3,9	180,9	171,0
	5%	256,5	233,6	214,3	197,8	183,5	171,0	161,1	150,2	141,5
	6%	225,5	204,1	186,2	171,0	157,9	146,6	114,4	127,9	120,1
	7%	200,9	180,9	164,2	150,2	138,2	127,9	120,9	110,9	103,9
	8%	180,9	162,1	146,6	133,6	122,6	113,1	106,9	97,7	91,3
	9%	164,2	146,6	132,1	120,1	109,9	101,2	95,6	87,0	81,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2018 -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 50% wagę dla każdego roku. Wycena metodą porównawczą sugeruje wycenę jednej akcji na poziomie 198,3 PLN

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Atende	15,9	9,8	9,5	8,9	6,1	5,6
Asseco BS	17,9	14,7	12,9	12,0	9,6	8,5
Comp	19,7	5,6	5,0	9,6	4,4	3,8
Wasko	16,3	10,7	9,8	5,5	4,8	4,6
Asseco Poland	13,0	15,3	15,1	6,8	8,7	8,3
Diebold Nixdorf	22,2	18,6	17,7	11,2	9,9	9,6
IBM	10,5	10,7	10,6	9,1	8,9	9,2
SAP	23,2	21,1	19,1	15,3	13,9	12,3
Microsoft	26,6	22,7	20,3	16,6	12,4	10,9
Capgemini	16,2	15,1	14,0	10,2	9,2	8,2
Oracle	21,3	15,9	14,9	12,5	9,9	9,0
Indra Sistemas	18,9	13,2	11,3	10,6	8,1	6,8
Atos	15,3	14,0	13,0	7,6	6,8	7,4
Mediana wszystkie powyższe spółki	17,9	15,1	14,0	10,6	9,2	8,5
Mediana Podmioty krajowe	16,1	10,2	9,6	7,9	5,5	5,1
Mediana podmioty zagraniczne	20,1	15,5	14,4	10,9	9,6	9,1
Comarch	21,4	18,0	11,8	10,3	7,7	5,8
Premia/dyskonto do mediany (wszystkie podmioty)	19,5%	19,2%	-15,4%	-2,8%	-16,3%	-32,4%
Premia dyskonto do podmiotów krajowych	33,0%	75,7%	22,3%	31,5%	40,2%	13,2%
Premia dyskonto do podmiotów zagranicznych	6,6%	15,8%	-18,3%	-5,3%	-19,7%	-36,6%
Wycena wg wskaźnika	138,8	142,6	200,9	175,0	202,5	246,9
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena wg wskaźników		171,8			224,7	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	198,3					

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

Zachowanie kursu Comarchu na tle indeksu WIG i WIG-INFORMATYKA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 2Q'17

Okres 2Q'17 podobnie jak całe 1H'17 nie był dla Comarchu zbyt udanym okresem. Skurczyły się zarówno przychody jak i EBITDA. Na 8,9% spadek sprzedaży złożyła się głównie wysoka baza z 2Q'16. Wpłynęła na nią realizacja dużego kontraktu telekomunikacyjnego w Niemczech, który zakończył się właśnie w 2Q'16 oraz jednorazowa dostawa systemów ERP. W rezultacie zawyżona została także marża, ponieważ była to sprzedaż licencji. Z kolei pozytywnie na wynik 2Q'17 wpłynęło saldo PPO/PKO w wysokości 13,8 mln PLN, które było efektem rozwiązania części rezerw na należności oraz płatności związanej z zeszłorocznym transferem Bartosza Kapustki. Ponadto umocnienie złotówki znalazło także pozytywne odzwierciedlenie w saldzie finansowym, które w 2Q'17 wyniosło 4,1 mln PLN. Finalnie wynik netto przypadający na akcjonariuszy Comarchu wyniósł 6,6 mln PLN i był 18,9% wyższy r/r.

W całym 1H'17 EBITDA Comarchu była pod presją umacniającej się złotówki, co znalazło odzwierciedlenie w blisko 60% spadku r/r. Moment aprecjacji krajowej waluty był dla spółki wyjątkowo niekorzystny. Comarch podobnie jak większość spółek IT po 4Q roku kalendarzowego ma na bilansie znaczny poziom należności, które są spłacane w 1Q.

Skonsolidowane wyniki Comarchu za 2Q'17 [mln PLN]

	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	1H'16	1H'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	273,3	248,8	-8,9%	516,4	491,1	-4,9%	1142,6	1087,5	-4,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	89,0	48,7	-45,3%	150,0	90,6	-39,6%	345,0	288,7	-16,3%
EBITDA	39,5	23,5	-40,4%	67,8	27,4	-59,5%	164,8	139,6	-15,3%
EBIT	22,9	7,0	-69,6%	35,2	-4,3	-112,2%	103,9	77,4	-25,5%
Wynik brutto	15,9	10,2	-35,5%	26,6	18,7	-29,9%	90,7	96,8	6,7%
Wynik netto	5,6	6,6	18,9%	12,8	11,4	-10,2%	56,4	71,7	27,1%
Marża brutto	32,6%	19,6%		29,1%	18,4%		30,2%	26,6%	
Marża EBITDA	14,5%	9,5%		13,1%	5,6%		14,4%	12,8%	
Marża EBIT	8,4%	2,8%		6,8%	-0,9%		9,1%	7,1%	
Marża netto	5,8%	4,1%		5,2%	3,8%		7,9%	8,9%	

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	1H'16	1H'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Telco, media, IT	80,0	61,3	-23,4%	145,4	109,4	-24,8%	312,3	240,6	-23,0%
Finanse i Bankowość	35,1	42,9	22,1%	68,6	92,7	35,0%	158,5	187,8	18,5%
Handel i Usługi	34,7	39,0	12,4%	76,1	78,1	2,6%	162,3	185,3	14,1%
Przemysł i Utilities	35,8	36,2	1,0%	62,8	66,5	5,8%	133,9	149,7	11,8%
Sektor Publiczny	20,9	11,1	-46,8%	36,3	22,6	-37,7%	92,7	59,2	-36,2%
MISP	54,8	49,2	-10,3%	106,7	104,3	-2,2%	218,0	225,4	3,4%
Sektor medycyna	4,1	3,3	-19,7%	7,3	6,7	-8,3%	39,7	12,6	-68,3%
Pozostali klienci	7,8	5,9	-24,4%	13,2	10,9	-17,2%	25,1	26,9	7,1%

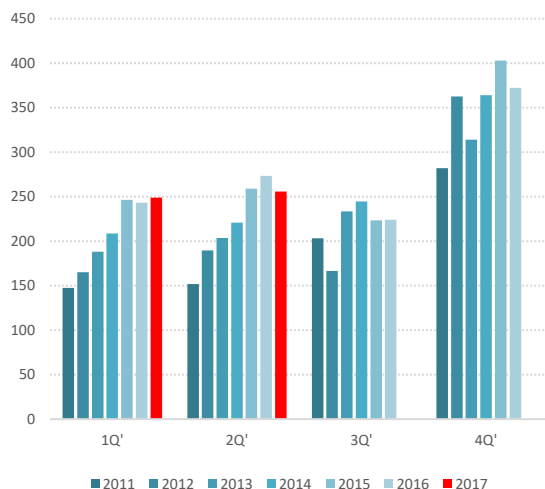
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki Comarchu w poszczególnych segmentach [mln PLN]

Polska	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	1H'16	1H'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	141,3	122,9	-13,0%	284,7	255,5	-10,2%	632,7	541,8	-14,4%
EBITDA	18,6	14,6	-21,2%	49,5	23,0	-53,6%	105,9	63,9	-39,7%
EBIT	8,8	4,5	-49,5%	29,8	3,8	-87,3%	65,6	26,1	-60,2%
Wynik netto	3,3	8,2	150,6%	23,5	21,5	-8,5%	54,6	34,2	-37,3%
Marża EBITDA	13,2%	11,9%		17,4%	9,0%		16,7%	11,8%	
Marża EBIT	6,2%	3,6%		10,5%	1,5%		10,4%	4,8%	
Marża netto	2,3%	6,7%		8,3%	8,4%		8,6%	6,3%	
DACH	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	1H'16	1H'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	54,3	65,6	20,8%	113,4	124,1	9,4%	272,1	259,2	-4,8%
EBITDA	7,8	3,5	-55,0%	16,6	8,8	-46,9%	66,8	39,5	-40,9%
EBIT	3,0	-0,1	-104,1%	7,8	1,5	-80,3%	52,5	25,1	-52,2%
Wynik netto	1,2	2,3	100,5%	2,9	3,7	27,9%	33,6	26,8	-20,2%
Marża EBITDA	14,3%	5,3%		14,6%	7,1%		24,5%	15,2%	
Marża EBIT	5,5%	-0,2%		6,9%	1,2%		19,3%	9,7%	
Marża netto	2,1%	3,5%		2,6%	3,0%		12,4%	10,3%	
Pozostałe	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	1H'16	1H'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	68,4	52,5	-23,3%	102,2	96,8	-5,3%	207,0	252,7	22,1%
EBITDA	10,5	-6,1	-157,8%	-1,1	-14,5	1175,9%	-7,9	18,2	-330,5%
EBIT	9,8	-6,7	-168,9%	-2,7	-15,9	493,0%	-10,8	15,4	-241,9%
Wynik netto	2,0	-9,5	-582,4%	-11,9	-21,1	77,9%	-26,6	1,3	-104,9%
Marża EBITDA	15,3%	-11,5%		-1,1%	-15,0%		-3,8%	7,2%	
Marża EBIT	14,3%	-12,9%		-2,6%	-16,4%		-5,2%	6,1%	
Marża netto	2,9%	-18,1%		-11,6%	-21,8%		-12,9%	0,5%	
Inwestycje	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	1H'16	1H'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	0,1	0,1	88,3%	0,2	0,3	77,2%	0,3	0,5	39,8%
EBITDA	-0,3	1,4	-626,1%	-0,7	1,8	-363,4%	-1,4	1,4	-201,5%
EBIT	-0,5	0,9	-298,1%	-1,1	1,0	-194,6%	-2,1	0,2	-110,0%
Wynik netto	-0,9	0,7	-183,9%	-1,0	3,2	-404,2%	-0,8	2,9	-466,8%
Marża EBITDA	-348,1%	972,4%		-431,0%	640,7%		-399,7%	290,0%	
Marża EBIT	-615,6%	647,6%		-681,6%	363,9%		-598,3%	42,6%	
Marża netto	-1159,7%	516,6%		-663,9%	1139,6%		-226,5%	594,0%	
Sport	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	1H'16	1H'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	7,0	5,2	-25,6%	11,8	9,5	-19,1%	22,4	24,0	7,3%
EBITDA	2,9	10,6	265,4%	3,8	8,5	125,0%	3,6	16,3	356,4%
EBIT	2,5	9,7	292,2%	3,0	6,8	127,2%	2,2	13,0	501,2%
Wynik netto	2,0	8,5	332,8%	2,7	6,4	138,9%	3,0	11,8	291,5%
Marża EBITDA	41,1%	201,7%		32,2%	89,4%		16,0%	67,9%	
Marża EBIT	35,1%	184,9%		25,3%	71,1%		9,7%	54,3%	
Marża netto	27,8%	161,6%		22,9%	67,5%		13,5%	49,1%	
Medycyna	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	1H'16	1H'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	2,2	2,4	12,6%	4,2	4,9	17,2%	8,0	9,3	16,0%
EBITDA	0,1	0,5	347,1%	0,0	2,3	16292,9%	-1,8	3,2	-276,6%
EBIT	-0,6	-0,8	49,5%	-1,4	0,2	-114,9%	-3,4	-0,4	-89,4%
Wynik netto	-1,0	-0,8	-13,7%	-2,2	-0,8	-66,3%	-5,0	-2,2	-55,6%
Marża EBITDA	5,6%	22,2%		0,3%	47,2%		-22,3%	34,0%	
Marża EBIT	-26,3%	-34,9%		-33,9%	4,3%		-43,1%	-3,9%	
Marża netto	-45,5%	-34,9%		-54,0%	-15,5%		-63,1%	-24,2%	

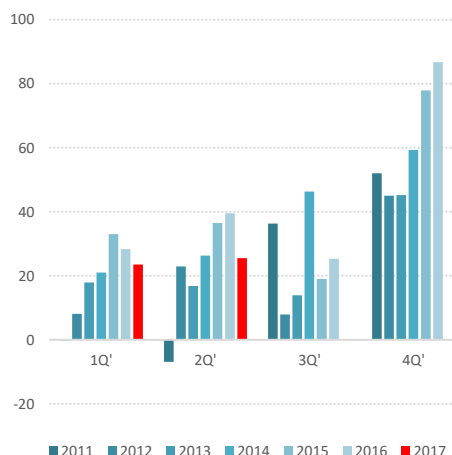
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody Comarchu w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

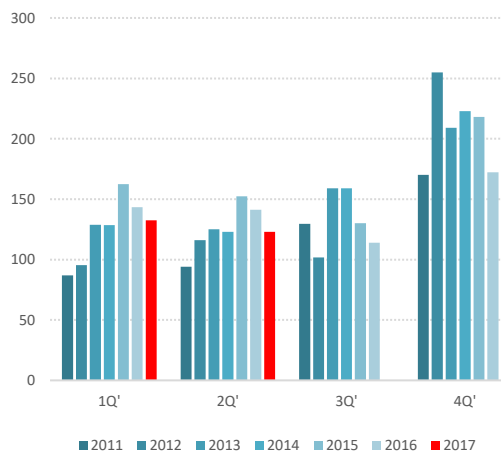
EBITDA Comarchu w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

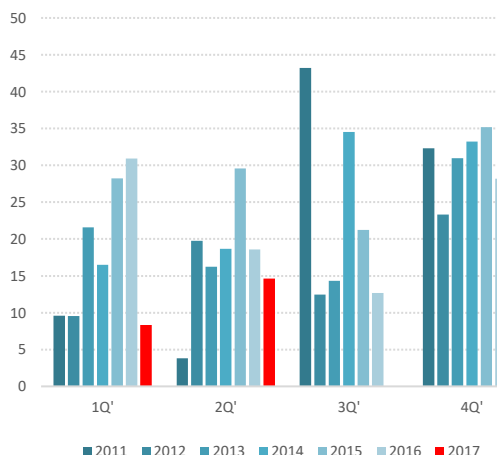
Na rynku polskim w dalszym ciągu daje się odczuć spowolnienie w sektorze publicznym, które skutkuje stagnacją sprzedaży do tej grupy odbiorców. Część przychodów prezentowana w ramach tego segmentu trafia także na rynki zagraniczne, przez co EBITDA także jest pod wpływem umacniającej się złotówki. Niezmiennie dobrze radzi sobie segment małych i średnich przedsiębiorstw. W 2Q'17 wzrost przekroczył 10% r/r. Spółka zwiększyła także sprzedaż do sektora bankowego, gdzie podobnie jak w sektorze handlowo-usługowym dostarcza rozwiązania lojalnościowe.

Przychody segmentu Polska [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

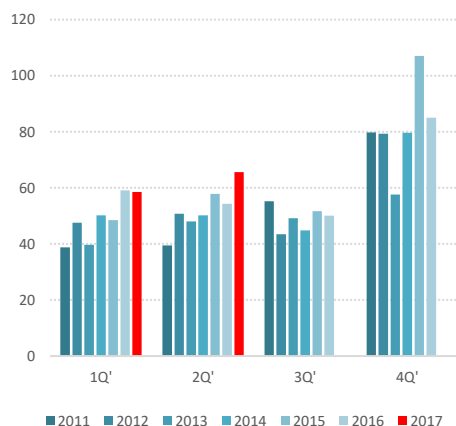
EBITDA segmentu Polska [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

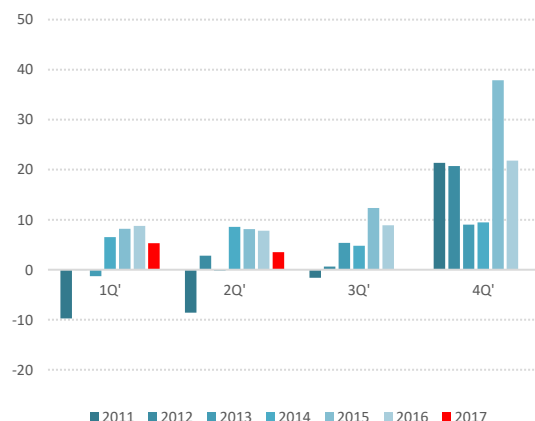
Rynek niemiecki był w 2Q17 pod presją sporej bazy z 2Q'16. Przychody udało się co prawda zwiększyć, ponieważ sprzedaż w ramach fuzji dwóch klientów Comarchu w segmencie telekomunikacyjnym była częściowo realizowana z Polski. O 55% r/r skurczył się EBITDA segmentu DACH. Było to spowodowane głównie dostawą licencji w obszarze ERP, która jednorazowo poprawiła wynik 2Q'16. Ponadto w tym segmencie Comarch realizuje sprzedaż głównie w euro, więc nie bez znaczenia było także umocnienie złotówki.

Przychody segmentu DACH [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

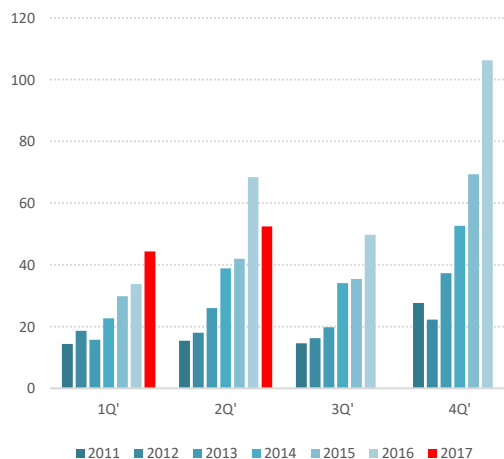
EBITDA segmentu DACH [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

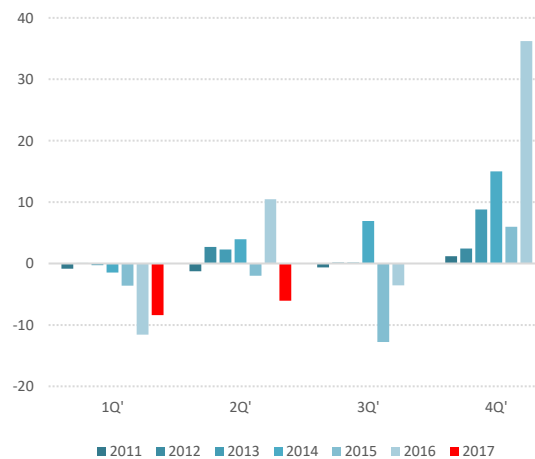
Okres 2Q'17 był bardzo słaby w wydaniu segmentu pozostałe. Wpłynął na to głównie obszar telekomunikacyjny, który mocno skurczył się względem poziomu z 2Q'17. Bardzo dobrze radził sobie za to segment handlowo usługowy oraz finansowy. Oba te obszary odnotowały kilkudziesięcioprocentową poprawę przychodów. Strata zaraportowana przez ten segment wynika głównie z ubytku w przychodach. Większość sprzedaży realizowana jest w walutach krajów rozwijających się, więc spadek dolara czy euro nie miał tutaj większego znaczenia.

Przychody segmentu Pozostałe [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

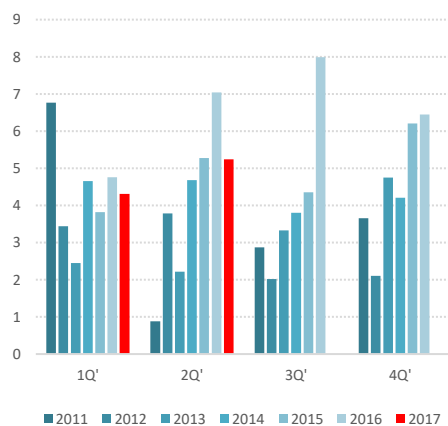
Wynik EBITDA segmentu Pozostałe [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

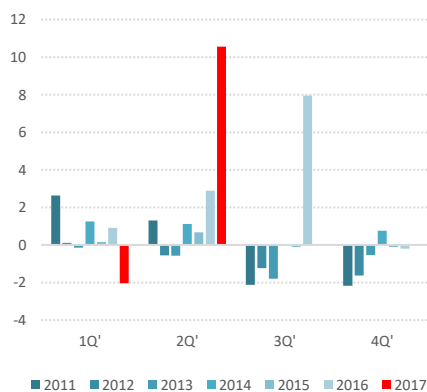
Dla działalności sportowej Comarchu 2Q'16 był wyjątkowo udany. Pomimo, że Cracovia nie dostała się do europejskich pucharów, wynik tego segmentu był co najmniej zadowalający. Wpływ miała na to płatność związana z zeszłorocznym transferem Bartosza Kapustki z Cracovii do Leicester City. Z racji, że zawodnik opuścił w tym roku ten klub, była to ostatnia płatność związana z tym transferem.

Przychody segmentu sport [mln PLN]



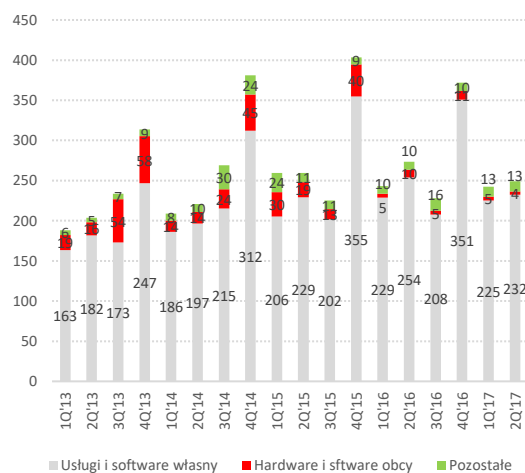
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik EBITDA segmentu sport [mln PLN]



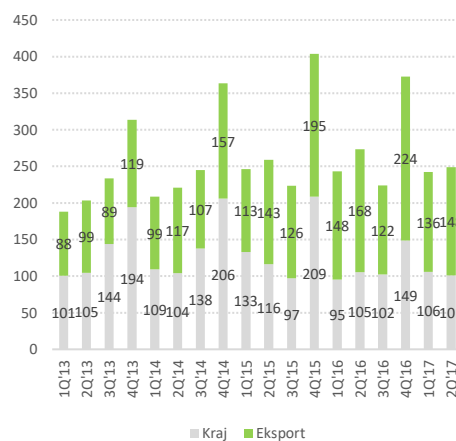
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów według grup produktów [mln PLN]



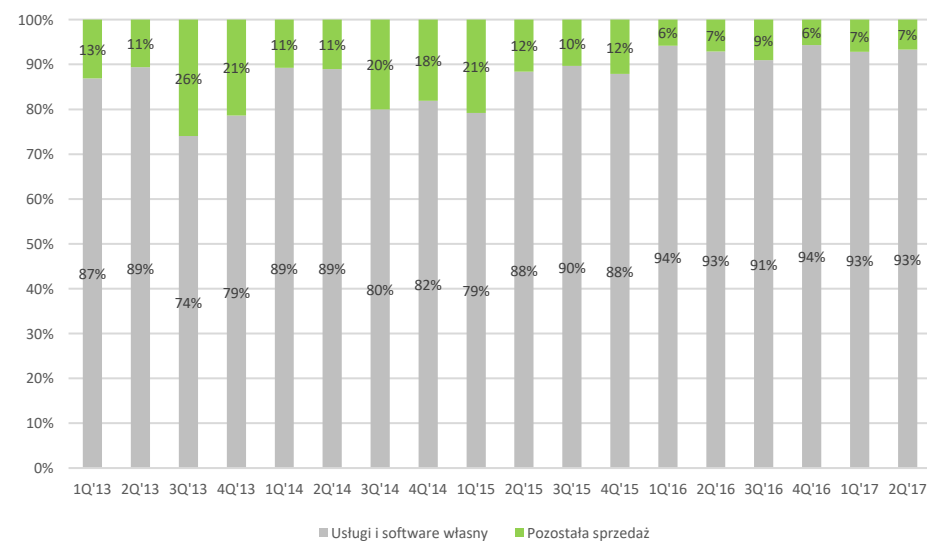
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 naszej opinii kolejne okresy powinny być dla Comarchu zdecydowanie bardziej udane. Dotychczasowe sygnały płynące ze spółki wskazywały, że portfel zamówień na 2017 rok jest wyższy r/r. Uważamy, że największa część tego wzrostu może przypaść na 3Q'17, dlatego prognozujemy 14,2% wzrost sprzedaży r/r. Profil działalności Comarchu pozwala zakładać, że w 3Q'17 skokowej poprawie powinna ulec także marża. Większość projektów Comarch świadczy w modelu usługowym, jednak niekiedy niesie to za sobą konieczność dostarczenia licencji na potrzeby kontraktu. Comarch nie kapitalizuje nakładów badawczo rozwojowych, dlatego takie dostawy są zazwyczaj czystym zyskiem dla spółki. Dlatego zakładamy wypracowanie ponad dwukrotnie wyższego r/r oczyszczonego EBITDA w 3Q'17. Z kolei 4Q'17 powinien skutkować nieco bardziej umiarkowanym wzrostem przychodów. Sądzymy, że kilkuprocentowy wzrost sprzedaży może nie wystarczyć do poprawy EBITDA. W 4Q'16 na wyniki operacyjne Comarchu pozytywnie wpływały kursy walut oraz zakończenie, a tym samym rozliczenie, kilku projektów.

Na poprawę marżowości powinno też wpływać stabilne zatrudnienie. Przekłada się ono także na wolniejszy wzrost funduszu płac. Comarch pozyskuje nowy narybek głównie poprzez programy stażowe. W początkowej fazie zatrudnienia tacy pracownicy nie wytwarzają istotnej wartości dodanej. Natomiast w późniejszym okresie, kiedy już stają się etatowymi pracownikami, ich wynagrodzenie gwałtownie rośnie. Obecny poziom zatrudnienia powinien wystarczyć spółce na około dwa lata. Dlatego w okresie 2018 – 2019 oczekujemy wyraźnego wzrostu marż. Ma być on pochodną lepszej sprzedaży oraz względnej stabilizacji funduszu płac.

Prognozy wyników [mln PLN]

	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	224,0	372,4	242,2	248,8	256,1	387,3	265,0	274,7	292,1	427,4	1112,8	1134,5	1259,2	1392,6
Zysk brutto ze sprzedaży	47,5	150,6	41,9	48,7	61,7	152,9	57,5	65,0	76,0	171,4	348,2	305,1	369,8	437,6
EBITDA	25,4	86,8	3,9	23,5	25,5	82,4	22,1	24,4	35,3	95,1	179,9	135,3	176,9	225,9
EBITDA oczyszczona	12,5	86,5	5,0	9,8	25,5	82,4	22,1	24,4	35,3	95,1	177,8	122,6	176,9	225,9
Polska	12,7	28,2	8,3	14,6	14,3	35,8	19,1	21,1	22,2	37,7	90,4	73,1	100,2	120,9
DACH	8,9	21,8	5,3	3,5	5,7	16,4	5,5	3,6	5,9	17,0	47,2	30,9	32,1	36,5
Pozostałe	-3,5	36,2	-8,4	-6,1	3,9	28,1	-4,7	-2,5	4,9	38,1	31,6	17,5	35,9	57,6
Inwestycje	-0,3	-0,1	0,4	1,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-1,1	2,7	2,0	2,0
Sport	8,0	-0,2	-2,0	10,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	11,6	10,3	3,7	14,9
Medycyna	0,2	0,7	1,8	0,5	0,3	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	0,9	3,5	3,7	5,0
EBIT	10,5	71,2	-11,3	7,0	8,7	65,5	4,8	7,2	18,1	77,9	116,9	69,9	108,1	157,0
Wynik brutto	17,8	60,4	8,4	10,2	3,9	64,0	0,6	6,3	17,2	77,1	104,8	86,6	101,3	154,1
Wynik netto	10,7	51,0	4,1	8,8	3,0	48,7	0,5	4,8	13,1	58,6	75,7	64,6	77,0	117,1
Marża brutto	21,2%	40,4%	17,3%	19,6%	24,1%	39,5%	21,7%	23,7%	26,0%	40,1%	31,3%	26,9%	29,4%	31,4%
Marża EBITDA	11,3%	23,3%	1,6%	9,5%	9,9%	21,3%	8,3%	8,9%	12,1%	22,3%	16,2%	11,9%	14,0%	16,2%
Polska	11,1%	16,4%	6,3%	11,9%	10,8%	21,1%	13,5%	16,0%	15,3%	20,8%	15,8%	13,1%	16,7%	17,6%
DACH	17,8%	25,6%	9,0%	5,3%	11,1%	19,4%	9,0%	5,2%	10,9%	19,3%	19,0%	11,9%	11,7%	13,2%
Pozostałe	-7,1%	34,1%	-19,0%	-11,5%	6,1%	22,6%	-8,6%	-3,9%	5,9%	25,5%	12,2%	6,1%	10,2%	14,7%
Inwestycje	-406,2%	-58,3%	284,4%	972,4%	328,6%	330,6%	338,2%	337,5%	337,1%	337,3%	-300,8%	482,4%	337,5%	783,4%
Sport	99,5%	-2,9%	-47,1%	201,7%	17,8%	17,9%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	44,0%	52,8%	18,3%	82,8%
Medycyna	9,2%	28,3%	72,2%	22,2%	11,2%	24,1%	24,6%	24,6%	26,6%	28,6%	10,2%	30,6%	26,2%	29,1%
Marża EBIT	4,7%	19,1%	-4,7%	2,8%	3,4%	16,9%	1,8%	2,6%	6,2%	18,2%	10,5%	6,2%	8,6%	11,3%
Marża netto	7,9%	16,2%	3,5%	4,1%	1,5%	16,5%	0,2%	2,3%	5,9%	18,0%	9,4%	7,6%	8,0%	11,1%

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PERSPEKTYWY SEGMENTÓW WEDŁUG GRUP ODBIORCÓW

Prognozy wyników według grup odbiorców [mln PLN]

	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017P	2018P	2019P
Telco, Media, IT	36,1	95,1	48,1	61,3	47,2	111,0	49,1	63,2	47,8	112,0	276,6	267,6	272,0	278,3
Finanse i Bankowość	33,3	61,9	49,8	42,9	34,9	32,6	52,3	45,2	36,7	34,2	163,8	160,2	168,3	173,5
Handel i Usługi	47,6	59,7	39,1	39,0	62,1	78,2	49,3	51,3	82,3	104,0	183,3	218,3	286,9	323,2
Przemysł i Utilities	28,8	54,4	30,3	36,2	32,0	56,6	31,5	37,8	33,5	59,1	146,1	155,1	162,0	168,2
Sektor Publiczny	16,1	20,4	11,5	11,1	16,8	23,8	13,3	13,0	19,6	27,9	72,9	63,2	73,8	135,5
MISP	50,0	71,1	55,1	49,2	52,8	75,8	59,2	53,4	55,6	79,6	227,8	232,8	247,8	259,3
Sektor Medycyna	3,3	2,6	3,4	3,3	4,4	3,7	4,6	5,3	10,8	4,8	13,2	14,8	25,5	34,0
Pozostali klienci	8,8	7,2	5,0	5,9	0,7	0,6	0,6	0,5	0,7	0,6	29,1	2,4	2,4	2,4

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Telekomunikacja, Media, IT

W 1H'17 to głównie ten segment odpowiadał za erozję wyników Comarchu. Jednak od 3Q spółka ma do czynienia z niską bazą, przez co poprawa powinna być zauważalna. Ponadto spółce powoli udaje się odbudować portfel zamówień w tym obszarze. Region Ameryki łacińskiej został przez Comarch już dość mocno spenetrowany. Dlatego w kolejnych okresach należy oczekiwać intensywnego rozwoju na terenie Azji południowo-wschodniej. Uważamy, że w przyszłym roku powinny się pojawić nowe kontrakty z tamtego regionu, choć według nas będą one znacznie mniejsze niż było to w przypadku krajów Ameryki Południowej.

Finanse i Bankowość

Zakładamy, że w najbliższych kwartałach spółka utrzyma dotychczasowe tempo rozwoju na rynkach zagranicznych. W przypadku Polski poprawa w 1H'17 była raczej jednorazowa. Tutaj jednak należy zwrócić uwagę na szanse, jakie mogą pojawić się przed spółką, w związku ze zmianami legislacyjnymi w obszarze VAT. Mechanizm podzielonej płatności zapewne wymusi na bankach dostosowanie swoich systemów do nowych warunków prowadzenia biznesu. Uważamy, że w latach 2018 – 2019 przełoży się to na wyższą sprzedaż do sektora finansowego, jednak największym beneficjentem powinno być tutaj Asseco, które dostarcza rozwiązania z zakresu bankowości centralnej. Comarch jako dostawca rozwiązań front-end, w dość ograniczonym stopniu skorzystałby na tych zmianach.

Handel i Usługi

Ten obszar powoli staje się flagowym segmentem Comarchu. Prognozujemy, że już w 2018 roku przychody do tej grupy odbiorców przekroczy sprzedaż do branży telekomunikacyjnej. W zakres oferty Comarchu wchodzi obsługa programów lojalnościowych oraz systemy służące do wymiany danych między podmiotami gospodarczymi. W kolejnych latach oczekujemy utrzymania się dotychczasowej dynamiki sprzedaży. Zwracamy uwagę na trend polegający na wykorzystaniu big data w celu zwiększania skuteczności działań marketingowych. Własne data center oraz fabryka urządzeń wykorzystywanych w IoT, może być w przyszłości istotną przewagą konkurencyjną na tym rynku.

Przemysł i Utilities

Jakiś czas temu Comarchowi udało się wejść do tej grupy klientów z podobnymi rozwiązaniami jakie kieruje do klientów z sektora handlowo-usługowego. Dlatego w tej dywizji widzimy podobny potencjał rozwoju dla spółki jak w segmencie handlowo-usługowym.

Sektor Publiczny

Dotychczas Comarch odnotowywał negatywną dynamikę sprzedaży w tym segmencie. Sądzymy, że za sprawą większej liczby przetargów spółce uda się istotnie poprawić portfel zleceń. Liczymy głównie na obszar Smart City oraz systemy GIS.

Komunikatem bieżącym z 12 września 2017 Comarch poinformował o złożeniu najniższej ceny w przetargu na świadczenie usług wsparcia i utrzymanie KSI w ZUS. Oferta Comarchu wynosi 242 mln PLN. Dotychczasowy wykonawca – Asseco Poland – złożył ofertę o 132 mln PLN wyższą i jest drugi pod względem ceny w tym postępowaniu. Zwracamy uwagę na to, że to postępowanie dotyczyło tylko utrzymania. Usługi związane z rozwojem będą nadal świadczone przez Asseco. Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli ZUS do wykorzystania pozostało jeszcze około 150 mln PLN w ramach umowy ramowej. Szacujemy, że do

świadczenia jedynie usług utrzymaniowych, spółce powinno wystarczyć około 100 – 150 programistów. Przy założeniu kosztu informatyka na poziomie około 15 tys. miesięcznie to w dalszym ciągu jest atrakcyjny marżowo projekt.

Pewnym ryzykiem jest okres przejściowy, w którym Comarch będzie świadczył usługi za darmo. Podkreślamy jednak, że pomimo kryzysu kilkusetosobowy zespół dedykowany do administracji publicznej nie został uszczuplony, a jedynie pracował nad projektami R&D, które mają zostać wykorzystane w najbliższych latach. Zgodnie z polityką rachunkowości Comarchu, wynagrodzenia tych ludzi nie są aktywowane we WNI, tylko przechodzą przez RZiS. To pozwala nam sądzić, że okres przejściowy nie wpłynie istotnie na bazę kosztową. Natomiast po przejęciu całej odpowiedzialności za obsługę KSI, prognozujemy wyraźny wzrost sprzedaży oraz poprawę rentowności względem 2017 roku.

Małe i Średnie Przedsiębiorstwa

Oczekujemy utrzymania pozytywnych tendencji z poprzednich okresów. W 3Q'17 spółka będzie miała do czynienia ze standardową bazą wynikową, dlatego zakładamy 10% wzrostu r/r w Polsce oraz lekki wzrost na rynkach niemieckojęzycznych. Warto podkreślić, że na rynku polskim Comarch realizował strategię polegającą na wsparciu małych w firm w pozyskaniu dotacji na swoje oprogramowanie. Uruchomienie środków z nowej perspektywy finansowej UE powinno wesprzeć także wyniki tego segmentu.

Medycyna

Ten obszar najmocniej nas rozczarował w tym roku. Sporządzając wcześniejsze raporty zakładaliśmy szybkie ożywienie na rynku oprogramowania dla podmiotów medycznych. Do tej pory nic takiego nie miało jeszcze miejsca. Jednak na tle niskiej bazy z 2016 roku, pod kątem liczby postępowań, widać już pewne symptomy poprawy. W przypadku dużych podmiotów jak Comarch, czy Asseco mogą być one jednak widoczne dopiero w 2018 roku.

Pozostałe grupy odbiorców

W tym obszarze Comarch prowadzi głównie działalność sportową. Mając na uwadze słabe wyniki w Ekstraklasie spodziewamy się w kolejnych okresach wyraźnie gorszej kontrybucji tego segmentu do skonsolidowanych wyników. W poprzednich latach ta działalność przynosiła zyski dzięki sprzedaży praw do transmisji meczów w ramach europejskich pucharów. Miała miejsce również sprzedaż karty zawodniczej Bartosza Kapustki. Z racji hobbystycznego charakteru tej działalności w dłuższym terminie zakładamy neutralny wpływ tego segmentu na rezultaty spółki.

Zmiana prognoz względem ostatniego raportu [mln PLN]

	2017P poprzednia	2017P obecna	zmiana	2018P poprzednia	2018P obecna	zmiana
Przychody	1178,9	1134,5	-3,8%	1298,4	1259,2	-3,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	367,8	305,1	-17,0%	403,7	369,8	-8,4%
EBITDA	184,8	135,3	-26,8%	206,8	176,9	-14,5%
EBIT	119,2	69,9	-41,3%	138,6	108,1	-22,0%
Wynik brutto	128,6	86,6	-32,7%	132,8	101,3	-23,7%
Wynik netto	97,7	64,6	-33,9%	101,0	77,0	-23,8%
Marża brutto	31,2%	26,9%		31,1%	29,4%	
Marża EBITDA	15,7%	11,9%		15,9%	14,0%	
Marża EBIT	10,1%	6,2%		10,7%	8,6%	
Marża netto	8,3%	5,7%		7,8%	6,1%	

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A.

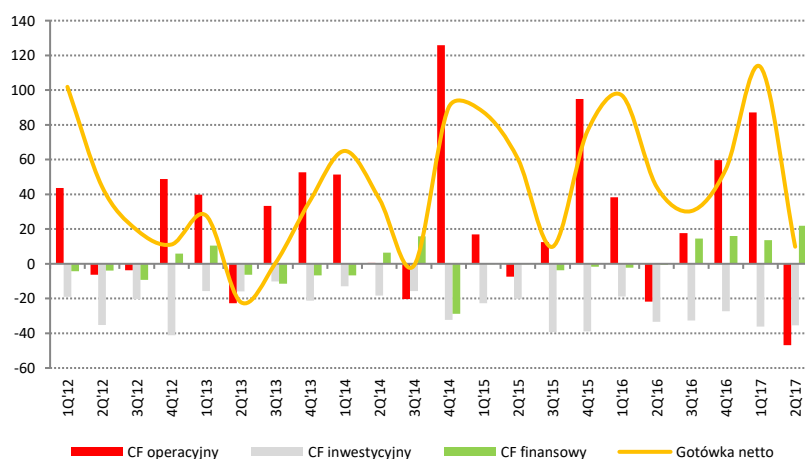
PROGRAM INWESTYCYJNY

Comarch kończy właśnie intensywny program inwestycyjny, który ma zapewnić spółce warunki rozwoju na najbliższe lata. Dzięki przeprowadzce do własnych biur oczekujemy także oszczędności kosztowych, które według naszych szacunków zwiększą EBITDA o ponad 3 mln PLN rocznie.

W 1H'17 Comarch oddał do użytkowania budynek biurowy w Łodzi, wybudowany kosztem 37,2 mln PLN. Ponadto do użytku została oddana hala produkcyjna mieszcząca się w budynku SEE6 w Krakowie. W tym roku mają się zakończyć jeszcze dwie inwestycje. Pierwszą jest adaptacja budynku magazynowego w Lille na potrzeby Data Center. Całkowita wartość tej inwestycji została oszacowana na około 32 mln PLN. Dotychczasowe wydatki wyniosły blisko 30 mln PLN, a termin oddania tego obiektu do użytkowania został wyznaczony na 3Q'17. W 4Q'17 ma być oddany budynek SSE7 w Krakowie. Inwestycja jest szacowana na 69,7 mln PLN, a do 30 czerwca 2017 nakłady wyniosły już 39,5 mln PLN.

W 2Q'17 miała miejsce akwizycja Geopolis za 8 mln PLN. Podmiot ten zajmuje się wspieraniem informatyzacji w jednostkach administracji publicznej poprzez tworzenie wdrażanie zintegrowanych rejestrów i ewidencji o charakterze przestrzennym, systemów zarządzania państwowym zasobem geodezyjnym i kartograficznym oraz geoportali. Przejęcie pozwoli Comarchowi poszerzyć zakres usług oferowanych samorządom.

Cash flow Comarchu [mln PLN]



W ostatnich 12 miesiącach negatywny wpływ na przepływy pieniężne miała zmiana stanu zapasów. Jest to oprogramowanie stworzone na potrzeby kontraktów które są już podpisane i będą wkrótce realizowane.

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 obciążąły 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 zaostriżyć się rywalizacja o pracowników.
- **Odpisy w Thanks Again.** W przypadku braku powodzenia we wdrażaniu systemów rozwijanych we współpracy z Thanks Again, możliwa jest aktualizacja wartości tego podmiotu. Obecnie jest on wyceniony na około 12 mln PLN.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa Trwałe	606,0	673,8	748,6	748,9	756,7	759,5	764,5	768,6	771,5	773,3	775,5	778,2	779,3
Wartości niematerialne i prawne	107,2	102,1	106,7	106,7	107,2	106,9	107,0	106,9	106,6	106,2	105,9	105,6	105,1
Rzeczowe aktywa trwałe	422,6	501,1	562,3	562,6	569,9	573,0	578,0	582,1	585,3	587,5	590,1	593,0	594,7
Pozostałe aktywa trwałe	76,2	70,7	79,6	79,6	79,6	79,6	79,6	79,6	79,6	79,6	79,6	79,6	79,6
Aktywa obrotowe	698,8	765,4	728,9	827,0	920,1	971,6	991,0	1013,2	1039,2	1058,5	1079,0	1072,5	1084,4
Zapasy	51,4	76,6	63,0	70,0	77,4	80,6	83,4	86,3	89,3	92,3	95,3	98,4	101,6
Należności handlowe	417,8	446,7	450,6	500,2	553,2	576,2	596,4	617,1	638,3	660,1	681,6	703,8	726,8
Środki pieniężne	221,8	235,8	204,6	246,3	279,0	304,2	300,6	299,2	301,0	295,5	291,5	259,6	245,4
Pozostałe aktywa obrotowe	7,8	6,4	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Aktywa razem	1304,8	1439,3	1477,4	1575,9	1676,8	1731,1	1755,6	1781,8	1810,6	1831,8	1854,5	1850,6	1863,7
Kapitały własne	780,6	862,1	892,2	969,2	1067,1	1131,4	1167,2	1204,4	1244,1	1285,8	1329,1	1360,4	1394,5
Zobowiązania długoterminowe	152,7	196,9	225,1	225,1	225,1	224,6	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0
Zobowiązania finansowe	113,6	147,0	172,1	172,1	172,1	171,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	39,1	50,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0
Zobowiązania krótko terminowe	371,6	385,9	360,1	381,6	384,6	375,1	535,4	524,4	513,6	493,0	472,4	437,3	416,2
Zobowiązania finansowe	32,1	35,0	48,4	48,4	28,4	8,9	160,5	140,5	120,5	90,5	60,5	30,5	0,0
Zobowiązania handlowe	177,1	194,5	195,4	216,9	239,8	249,8	258,6	267,6	276,7	226,2	233,5	241,2	249,0
Pozostałe zobowiązania	194,5	191,4	164,7	164,7	144,7	125,3	276,9	256,9	236,9	266,9	238,8	196,1	167,1
Pasywa razem	1304,8	1439,3	1477,4	1575,9	1676,8	1731,1	1755,6	1781,8	1810,6	1831,8	1854,5	1850,6	1863,7
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	1131,6	1112,8	1134,5	1259,2	1392,6	1450,5	1501,4	1553,6	1606,8	1661,8	1715,8	1771,9	1829,6
EBITDA	166,5	179,9	135,3	176,9	225,9	233,6	240,0	247,1	255,5	264,2	272,8	281,8	291,1
<i>Polska</i>	<i>114,2</i>	<i>90,4</i>	<i>73,1</i>	<i>100,2</i>	<i>120,9</i>	<i>124,4</i>	<i>127,5</i>	<i>130,8</i>	<i>135,8</i>	<i>140,9</i>	<i>145,9</i>	<i>151,1</i>	<i>156,5</i>
<i>DACH</i>	<i>66,6</i>	<i>47,2</i>	<i>30,9</i>	<i>32,1</i>	<i>36,5</i>	<i>37,1</i>	<i>37,5</i>	<i>38,0</i>	<i>38,4</i>	<i>38,9</i>	<i>39,3</i>	<i>39,7</i>	<i>40,1</i>
<i>Pozostałe</i>	<i>-12,3</i>	<i>31,6</i>	<i>17,5</i>	<i>35,9</i>	<i>57,6</i>	<i>60,8</i>	<i>63,4</i>	<i>66,1</i>	<i>69,0</i>	<i>71,9</i>	<i>75,0</i>	<i>78,3</i>	<i>81,7</i>
<i>Inwestycje</i>	<i>-1,7</i>	<i>-1,1</i>	<i>2,7</i>	<i>2,0</i>	<i>2,0</i>	<i>2,0</i>	<i>2,0</i>	<i>2,0</i>	<i>2,0</i>	<i>2,0</i>	<i>2,0</i>	<i>2,0</i>	<i>2,0</i>
<i>Sport</i>	<i>0,6</i>	<i>11,6</i>	<i>10,3</i>	<i>3,7</i>	<i>14,9</i>	<i>15,1</i>	<i>15,2</i>	<i>15,3</i>	<i>15,4</i>	<i>15,4</i>	<i>15,5</i>	<i>15,5</i>	<i>15,6</i>
<i>Medycyna</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,9</i>	<i>3,5</i>	<i>3,7</i>	<i>5,0</i>	<i>5,3</i>	<i>5,6</i>	<i>6,1</i>	<i>6,3</i>	<i>6,4</i>	<i>6,5</i>	<i>6,6</i>	<i>6,7</i>
EBIT	113,0	116,9	69,9	108,1	157,0	163,9	170,0	176,5	184,5	192,9	201,2	210,0	219,1
Saldo działalności finansowej	-4,9	-12,1	16,7	-6,7	-2,9	-2,2	-1,7	-1,3	-0,9	-0,3	0,3	0,8	1,3
Wynik brutto	108,1	104,8	86,6	101,3	154,1	161,7	168,3	175,2	183,6	192,6	201,5	210,8	220,4
Wynik netto	80,3	75,7	64,6	77,0	117,1	122,9	127,9	133,1	139,5	146,4	153,2	160,2	167,5
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	117,0	94,0	80,1	114,2	151,4	178,6	185,3	190,4	196,5	202,6	209,2	200,7	221,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-121,2	-112,3	-123,1	-69,0	-75,5	-71,1	-73,5	-73,1	-72,4	-71,6	-72,3	-73,0	-71,9
Przepływy z działalności finansowej	-6,1	27,6	21,6	-3,5	-43,3	-82,2	-115,4	-118,7	-122,3	-136,5	-141,0	-159,6	-163,9
Przepływy pieniężne netto	-10,2	9,2	-21,4	41,7	32,7	25,3	-3,6	-1,4	1,8	-5,5	-4,0	-31,9	-14,2
Środki pieniężne na początek okresu	232,4	221,8	235,8	204,6	246,3	279,0	304,2	300,6	299,2	301,0	295,5	291,5	259,6
Środki pieniężne na koniec okresu	221,8	235,8	204,6	246,3	279,0	304,2	300,6	299,2	301,0	295,5	291,5	259,6	245,4

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	9,0%	-1,7%	1,9%	11,0%	10,6%	4,2%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%
EBITDA zmiana r/r	8,9%	8,0%	-24,8%	30,7%	27,7%	3,4%	2,7%	2,9%	3,4%	3,4%	3,2%	3,3%	3,3%
EBIT zmiana r/r	14,7%	3,4%	-40,2%	54,5%	45,3%	4,4%	3,7%	3,8%	4,5%	4,5%	4,3%	4,3%	4,3%
Zysk netto zmiana r/r	16,5%	-5,7%	-14,7%	19,2%	52,1%	4,9%	4,1%	4,1%	4,8%	4,9%	4,6%	4,6%	4,5%
Marża brutto na sprzedaży	30,1%	31,3%	26,9%	29,4%	31,4%	31,3%	31,3%	31,2%	31,3%	31,3%	31,4%	31,5%	31,5%
Marża EBITDA	14,7%	16,2%	11,9%	14,0%	16,2%	16,1%	16,0%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
Marża EBIT	10,0%	10,5%	6,2%	8,6%	11,3%	11,3%	11,3%	11,4%	11,5%	11,6%	11,7%	11,9%	12,0%
Marża netto	7,0%	6,8%	5,7%	6,1%	8,4%	8,5%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,2%
COGS/przychody	69,9%	68,7%	73,1%	70,6%	68,6%	68,7%	68,7%	68,8%	68,7%	68,7%	68,6%	68,5%	68,5%
SG&A/ przychody	19,7%	21,0%	21,9%	20,8%	20,1%	20,0%	19,9%	19,9%	19,8%	19,7%	19,7%	19,6%	19,6%
SG&A/COGS	28,1%	30,5%	29,9%	29,4%	29,4%	29,1%	29,0%	28,9%	28,8%	28,7%	28,7%	28,6%	28,6%
ROE	10,3%	8,8%	7,2%	7,9%	11,0%	10,9%	11,0%	11,1%	11,2%	11,4%	11,5%	11,8%	12,0%
ROA	6,2%	5,2%	4,4%	4,9%	7,0%	7,1%	7,3%	7,5%	7,7%	8,0%	8,3%	8,7%	9,0%
Dług	145,6	181,3	220,0	220,0	200,0	180,5	160,5	140,5	120,5	90,5	60,5	30,5	0,0
D/(D+E)	15,7%	17,4%	19,8%	18,5%	15,8%	13,8%	12,1%	10,5%	8,8%	6,6%	4,4%	2,2%	0,0%
D/E	18,7%	21,0%	24,7%	22,7%	18,7%	16,0%	13,8%	11,7%	9,7%	7,0%	4,6%	2,2%	0,0%
Odsetki/EBIT	2,1%	2,1%	4,7%	3,2%	2,5%	2,2%	1,9%	1,6%	1,3%	0,9%	0,6%	0,3%	0,0%
Dług netto	-76,2	-54,5	15,4	-26,2	-79,0	-123,7	-140,1	-158,7	-180,5	-205,0	-230,9	-229,0	-245,4
Dług netto / Kapitał własny	-9,8%	-6,3%	1,7%	-2,7%	-7,4%	-10,9%	-12,0%	-13,2%	-14,5%	-15,9%	-17,4%	-16,8%	-17,6%
Dług netto / EBITDA	-45,7%	-30,3%	11,4%	-14,8%	-35,0%	-52,9%	-58,4%	-64,2%	-70,6%	-77,6%	-84,7%	-81,3%	-84,3%
Dług netto / EBIT	-67,4%	-46,6%	22,1%	-24,3%	-50,3%	-75,5%	-82,4%	-89,9%	-97,8%	-106,3%	-114,8%	-109,1%	-112,0%
EV	1306,5	1328,2	1398,1	1356,4	1303,7	1259,0	1242,6	1224,0	1202,2	1177,7	1151,7	1323,6	1477,3
Dług / EV	11,1%	13,7%	15,7%	16,2%	15,3%	14,3%	12,9%	11,5%	10,0%	7,7%	5,3%	2,3%	0,0%
CAPEX/Przychody	8,3%	11,7%	11,6%	5,5%	5,5%	5,0%	5,0%	4,8%	4,6%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%
CAPEX/Amortyzacja	175,9%	206,1%	200,8%	100,5%	111,3%	104,1%	107,2%	105,7%	104,1%	102,5%	103,2%	103,7%	101,6%
Amortyzacja/Przychody	4,7%	5,7%	5,8%	5,5%	4,9%	4,8%	4,7%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	3,9%
Zmiana KO/Przychody	4,5%	3,3%	-0,9%	2,8%	2,7%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	1,7%	0,9%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	55,1%	-194,7%	-48,0%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	54,4%	28,9%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9
P/E	17,2	18,3	21,4	18,0	11,8	11,3	10,8	10,4	9,9	9,4	9,0	9,7	10,3
P/CE	10,3	10,0	10,6	9,5	7,4	7,2	7,0	6,8	6,6	6,4	6,2	6,7	7,2
EV/EBITDA	7,8	7,4	10,3	7,7	5,8	5,4	5,2	5,0	4,7	4,5	4,2	4,7	5,1
EV/EBIT	11,6	11,4	20,0	12,6	8,3	7,7	7,3	6,9	6,5	6,1	5,7	6,3	6,7
EV/S	1,2	1,2	1,2	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
BVPS	94,4	104,2	107,6	117,1	129,1	137,0	141,4	146,0	150,9	156,0	161,3	147,1	136,0
EPS	9,9	9,3	7,9	9,5	14,4	15,1	15,7	16,4	17,2	18,0	18,8	17,5	16,5
CEPS	16,4	17,1	16,0	17,9	22,9	23,7	24,3	25,0	25,9	26,8	27,6	25,4	23,6
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	12,2	0,0	19,3	58,6	92,2	95,9	99,9	104,7	109,8	129,0	133,3
DPS	0,0	0,0	1,5	0,0	2,4	7,2	11,3	11,8	12,3	12,9	13,5	14,1	13,2
Dyield	0,0%	0,0%	0,9%	0,0%	1,4%	4,2%	6,7%	6,9%	7,2%	7,6%	7,9%	8,3%	7,7%
Payout ratio	0,0%	0,0%	16,1%	0,0%	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	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	197,9	Redukuj	200,7	27.09.2017	10:36 CEST	177,0	63 870
Redukuj	200,7	Akumuluj	187,1	19.05.2017	10:00 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 3Q'17:

Kupuj	4	22%
Akumuluj	9	50%
Trzymaj	3	17%
Redukuj	1	6%
Sprzedaj	1	6%

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.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

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 depozytariusza. 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 uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 27.09.2017 roku (10:36 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 29.09.2017 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 jakiegokolwiek 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 27.09.2017 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 istotne powiązania, które powinny zostać wymienione lub które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktów 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.