

czwartek, 25 lipca 2019 | raport analityczny

Comarch: kupuj (podtrzymana)

CMR.PW; CMR.WA | Sektor, Polska

Rekordowe wyniki finansowe i atrakcyjna wycena

Comarch zajmuje się produkcją własnych systemów IT dla klientów w Polsce oraz zagranicą (już blisko 60% sprzedaży). Grupa jest znana głównie z systemów dla telekomunikacji (wśród klientów: Telefónica, Vodafone, Orange, T-Mobile, Thales), ale także systemów ERP, systemów dla instytucji finansowych oraz dla sektora handlowo-usługowego. O korzystnej kompozycji obrotów świadczy fakt, że ponad 90% sprzedaży stanowią rozwiązania własne oraz że ponad połowa to systemy w formule Software as a Service (SaaS). Sądzymy, że Comarch wygeneruje w 2019r. rekordowe wyniki finansowe: 226 mln PLN EBITDA (tj. +8% vs. obecny konsensus rynkowy). Spółka jest notowana na $EV/EBITDA'19 = 6,4x$, tj. z aż 32% dyskontem do grupy porównywalnej, co nie jest naszym zdaniem uzasadnione, patrząc na momentum wyników (wzrost EBITDA w 2019 r. w Comarchu szacujemy na +27,4% vs. 8,0% mediana dla peer grupy). Aktualizujemy nasz model wyceny po wynikach 1Q'19 i o aktualne wskaźniki dla spółek porównywalnych. Nowy poziom ceny docelowej to 231,00 PLN, co implikuje ponad 29% potencjał wzrostu, dlatego podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla walorów Comarchu.

Dobre momentum na wynikach

W 2019 r. Comarch powinien wygenerować rekordowe obroty na poziomie 1,50 mld PLN, co oznacza zwiększenie skali biznesu o blisko 40% w ciągu dwóch lat. To rezultat konsekwentnych inwestycji w produkty własne, coraz większej rozpoznawalności marki Comarch za granicą i długiej listy prestiżowych klientów. Comarch odpowiada na trendy rynkowe, stawia na sprzedaż abonamentową, rozwój data centers i rozwiązania w chmurze. Szacujemy, że średni roczny wzrost wyniku EBITDA w latach 2018-21 (z wyłączeniem MSSF16 dla porównywalności) wyniesie 9,6%.

Silny bilans i wysoka generacja gotówki

Na koniec 1Q'19 Comarch wykazał 123 mln PLN gotówki netto bez MSSF16 (53 mln PLN z MSSF16), co należy docenić, zwłaszcza że spółka zakończyła w 2018 r. realizację dużego programu inwestycji w nieruchomości (budowa data centers oraz budynków biurowych) oraz inwestycji w produkty własne. W kolejnych latach stan gotówki powinien rosnąć, pomimo planowanych dalszych wydatków na budowę data center w USA i centrum treningowego MKS Cracovia. Organiczny FCFE (bez inwestycji w nieruchomości) szacujemy na 85-100 mln PLN w średnim terminie.

Kwestia dywidendy

Pomimo dobrej sytuacji bilansowej i wzrostu wyników, Comarch nie zdecydował się na podwyższenie dywidendy za 2018 r. z poziomu 1,5 PLN (DivYield tylko 0,9%). Wzrost dywidendy zakładamy dopiero od 2022 r., chociaż stan finansów spółki pozwala na podjęcie tej decyzji dużo wcześniej. Z drugiej strony poziom wypłaty w Comarchu nie odbiega rażąco od standardów dla branży (mediana DivYield'19 dla peer grupy=0,8%). Od spółek IT inwestorzy oczekują przede wszystkim wzrostu, nie dywidendy.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 101,6	1 364,9	1 501,5	1 606,3	1 689,5
EBITDA	98,6	177,2	225,6	241,1	251,1
marża EBITDA	9,0%	13,0%	15,0%	15,0%	14,9%
EBIT	34,5	112,0	141,1	153,6	160,4
Zysk netto	43,1	51,7	94,0	104,0	110,2
P/E	33,7	28,1	15,4	14,0	13,2
P/CE	13,5	12,4	8,1	7,6	7,2
P/BV	1,6	1,7	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	14,9	8,0	6,4	5,8	5,4
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

Cena bieżąca	178,50 PLN
Cena docelowa	231,00 PLN
Kapitalizacja	1,45 mld PLN
Free float	886 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,76 mln PLN

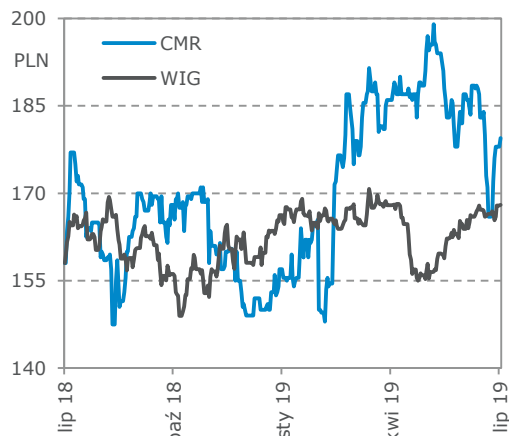
Struktura akcjonariatu

Janusz Filipiak	24,55%
Elżbieta Filipiak	14,53%
NN PTE	10,41%
MetLife PTE	10,34%
Pozostali akcjonariusze	40,17%

Profil spółki

Comarch jest producentem rozwiązań IT oraz integratorem. Świadczy usługi na 6 kontynentach, w ponad 100 krajach. Comarch zajmuje wysokie miejsca w rankingach Gartnera i Truffle 100. Spółka posiada własne centra danych umożliwiające świadczenie usług w wielu modelach, w tym SaaS, Cloud i Managed Services.

Kurs akcji CMR na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Comarch	231,00	230,00	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Comarch	178,50	231,00	+29,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody	-1,4%	-0,2%	-0,2%
EBITDA	-0,1%	+1,2%	+0,3%
Zysk netto	-4,6%	-5,2%	-6,1%

Analitik:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl

Czynniki ryzyka

Wzrost kosztów pracy

Gros kosztów operacyjnych Comarchu to świadczenia pracownicze. Szacuje się, że podobnie jak w ostatnich latach, inflacja wynagrodzeń w branży IT wyniosła w 2018 ok. 5-8%, chociaż te należą do najwyższych w kraju. Comarch stara się mitygować ryzyko inflacji płac w IT poprzez zatrudnianie absolwentów uczelni wyższych na staże studenckie i przyjmowanie ich potem do pracy. W ten sposób naturalnie corocznie następuje wymiana części kadry. Niemniej jednak, Comarch doświadcza ryzyka rotacji personelu, braku możliwości zatrudnienia odpowiedniej ilości wykwalifikowanych pracowników oraz wzrostu kosztów pracy.

Ryzyka legislacyjne

Wyniki Comarchu są zależne od wprowadzanych przepisów prawnych. W szczególności zwracamy uwagę na prawo pracy, które warunkuje główne koszty spółki (świadczeń pracowniczych). Obecnie rząd chce znieść ograniczenia rocznej podstawy wymiaru składek na ubezpieczenia emerytalne i rentowe. Aktualnie obowiązuje w Polsce limit odpowiadający 30-krotności prognozowanego przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce na dany rok. Po zmianach, każda wyższa płaca byłaby niejako obciążona dodatkowym podatkiem, który spadłby w części na przedsiębiorstwa. Wynagrodzenia w sektorze IT są wysokie, stąd Comarch ponosi ryzyko dodatkowych kosztów związanych ze zniesieniem limitu składek zusowskich.

Inwestycje w nieruchomości i aktywa niezwiązane z działalnością operacyjną

Comarch jest znany z wielkich inwestycji we własne powierzchnie biurowe i data centers. O ile część inwestycji jest naszym zdaniem uzasadniona, o tyle sądzimy, że zamiast niektórych z nich, Comarch mógłby przeznaczyć kwoty na podział zysku z akcjonariuszami. Przykładem działalności niezwiązanej z IT jest także inwestycja w klub piłkarski MKS Cracovia. Comarch zapowiedział w maju br., że zamierza zbudować nowoczesne centrum treningowe dla klubu. Z drugiej strony przyznajemy, że klubowi udało się w ostatnich latach sprzedać z istotnym zyskiem dwóch piłkarzy do zagranicznych klubów (transfery Piątka w 2018 r. i Kapustki w 2016 r.).

Niska dywidenda

Comarch ma naszym zdaniem bardzo dobrą pozycję bilansową (zakładamy dług netto/EBITDA = -0,4x bez wpływu MSSF16 na koniec 2019). W poprzednich latach spółka utrzymywała stan gotówki netto. Comarch generuje także wysokie przepływy pieniężne z dział. operacyjnej. Pomimo tego spółka wypłaca zaledwie 1,50 PLN (z zysku za 2018 r.) w dywidendzie dla akcjonariuszy. Sądzimy, że poziom wypłaty jest zbyt niski, a podejście do dywidendy zbyt konserwatywne. Obecny stan finansów spółki pozwala jej na wypłatę wyższej dywidendy.

Ryzyko roszczeń w zawieranych umowach

Comarch zawiera w swoich umowach (standard rynkowy) klauzule dot. niewłaściwego wykonania. Istnieje ryzyko, że kontrahenci skorzystają z udzielonych im gwarancji dobrego wykonania lub przysługujących im kar umownych. Przykładem mogą być ostatnie działania ZUS. Po podpisanej umowie w 2018 r. ZUS jednostronnie wypowiedział ją częściowo w lutym '19 oraz nałożył na Konsorcjum Comarch karę umowną w wysokości 10% ustalonego w umowie wynagrodzenia, tj. 24,2 mln PLN, co istotnie obciążało wyniki 2018 r. Obecnie trwają negocjacje pomiędzy kontrahentami.

Kursy walutowe

Istotna część przychodów Comarch jest generowana w EUR i USD, stąd silny złoty w stosunku do tych walut niekorzystnie wpływa na poziom zysku operacyjnego generowanego przez spółkę, zwłaszcza że duża część kosztów korespondujących z przychodami w obcej walucie jest ponoszona w PLN.

Ryzyko związane z kontraktami dla administracji publicznej

Wysoka konkurencja w polskiej administracji publicznej oraz relatywnie niska ilość zamówień z tego segmentu stanowią ryzyko dla Comarchu. Przykładem jest przetarg na utrzymanie systemu KSI w 2017 r. Budżet zamawiającego wyniósł 374 mln PLN. Okazało się, że najtańszą złożył Comarch (242 mln PLN), następnie było Asseco Poland (z ofertą niemal równą budżetowi zamawiającego), a najwyższą zaliczył Atos (431 mln PLN). Duża dysproporcja pomiędzy ofertami przełożyła się na pogłoski o niskiej rentowności oferty Comarchu i na słabość notowań spółki.

Nieudane przejęcia

Comarch ponosi ryzyko związane z inwestycjami w spółki IT. Sektor IT jest relatywnie aktywny w zakresie M&A, a głównymi powodami przejęć są: chęć pozyskania nowych narzędzi IT oraz dostęp do nowych rynków zbytu. Niemniej jednak, rozwój tychże narzędzi na nowych rynkach jest dość trudny. Przykładem może być przejęcie spółki Thanks Again, wyspecjalizowanej w rozwiązaniach lojalnościowych i systemach CRM. Wartość transakcji wyniosła 8 mln USD w 2015 r. Po trzech latach niepowodzeń, w 2018 r. wartość spółki całkowicie odpisano.

Ograniczona komunikacja z rynkiem

Przekaz do inwestorów i analityków kierowany przez Comarch jest naszym zdaniem mniej klarowny niż w przypadku konkurencyjnych, notowanych spółek, jak Asseco Poland czy Asseco South Eastern Europe. Podczas gdy konkurencyjne spółki dokładnie informują o wartościach backlogu (nawet z rozbięciem na poszczególne rynki i segmenty), Comarch podaje wartość portfela zamówień w przybliżeniu (dla przykładu: na konferencji wynikowej 1Q'19 spółka podała, że wartość portfela zamówień na 2019 jest „solidne kilkanaście procent wyższa” R/R).

Wycena

Wartość spółki Comarch szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Comarch szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 231,00 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	238,22
Wycena DCF	50%	196,10
	cena wynikowa	217,16
	cena docelowa za 9 m-cy	231,00

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Comarch w latach 2019-2028.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wyznaczamy na poziomie 2,0%.

- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan długu netto na koniec 2018 roku w standardzie MSSF16, tj. 46,3 mln PLN. Zgodnie z takim podejściem uwzględniamy w kolejnych latach wyceny amortyzacji aktywów z tytułu praw do użytkowania, ale nie uwzględniamy płatności leasingowych.
- Wartość amortyzacji w okresie rezydualnym jest równa sumie nakładów inwestycyjnych i płatności leasingowych.
- Wartość parametru Beta przyjmujemy na 1,0x.

Model DCF

(mln PLN)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2028+
Przychody ze sprzedaży	1 501	1 606	1 690	1 764	1 840	1 918	1 992	2 058	2 122	2 187	
zmiana	10,0%	7,0%	5,2%	4,4%	4,3%	4,2%	3,9%	3,3%	3,1%	3,1%	
EBITDA	225,6	241,1	251,1	259,9	268,7	277,5	285,5	292,0	297,7	303,3	
marża EBITDA	15,0%	15,0%	14,9%	14,7%	14,6%	14,5%	14,3%	14,2%	14,0%	13,9%	
EBIT	141,1	153,6	160,4	165,9	171,3	176,5	180,7	183,2	184,8	186,3	
marża EBIT	9,4%	9,6%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%	
Opodatkowanie EBIT	45,8	48,3	48,8	49,7	50,7	51,6	52,2	52,2	52,0	51,8	
efektywna stopa podatkowa	32,4%	31,4%	30,4%	29,9%	29,6%	29,2%	28,9%	28,5%	28,2%	27,8%	
NOPLAT	95,4	105,3	111,6	116,3	120,6	124,9	128,6	131,0	132,8	134,5	
CAPEX	-77,4	-87,6	-115,4	-112,1	-93,9	-87,4	-90,6	-93,4	-96,2	-99,1	
Kapitał obrotowy	-24,2	-14,5	-17,6	-17,2	-18,1	-19,0	-19,2	-18,8	-19,0	-19,9	
FCF	78,3	90,7	69,3	80,9	106,0	119,6	123,6	127,6	130,5	132,4	135,1
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	96,7%	89,1%	82,1%	75,7%	69,7%	64,3%	59,2%	54,6%	50,3%	46,4%	
PV FCF	75,6	80,8	56,9	61,2	73,9	76,8	73,2	69,6	65,7	61,4	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	32,4%	31,4%	30,4%	29,9%	29,6%	29,2%	28,9%	28,5%	28,2%	27,8%	28,2%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	2 078
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	964
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	695
Wartość firmy (EV)	1 659
Dług netto (koniec 2018, MSSF16)	46
Inne aktywa nieoperacyjne	0
Udziałowcy mniejszościowi	18
Liczba akcji skorygowana (mln)	8,13
Wartość kapitałów wł. na akcję (PLN)	196,1
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	208,6

EV/EBITDA('19) dla ceny docelowej	6,9
P/E('19) dla ceny docelowej	16,0
Udział TV w EV	61%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0 p.p.	221,4	233,4	247,5	264,5	285,3
WACC +0,5 p.p.	204,9	214,9	226,4	240,1	256,5
WACC	190,7	199,0	208,6	219,8	233,0
WACC -0,5 p.p.	178,3	185,3	193,3	202,6	213,4
WACC -1,0 p.p.	167,4	173,3	180,1	187,8	196,8

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E z równymi wagami. Dla lat 2019, 2020 i 2021 przyjmujemy równe wagi.

Analiza porównawcza

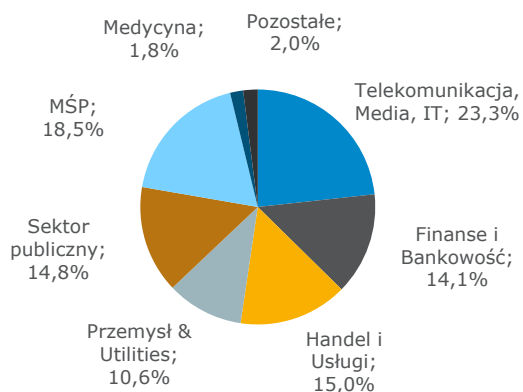
	EV/EBITDA			P/E		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Sap AG	18,4	15,8	14,0	23,5	20,9	18,7
Oracle Corp	11,6	10,9	10,5	16,9	15,0	13,9
CAP Gemini	9,8	9,3	8,9	17,6	16,0	14,8
Sage Group PLC	18,4	17,2	15,8	27,0	25,3	23,3
Atos	8,6	8,2	8,1	9,2	8,6	8,0
Software AG	6,7	7,1	6,9	11,0	11,5	11,0
Indra Sistemas	5,9	5,5	5,2	10,3	9,1	8,2
Fiserv INC	16,9	14,8	16,0	28,2	23,9	19,8
Computacenter PLC	9,0	8,7	8,5	16,6	16,0	15,4
Asseco Poland	5,6	5,3	5,0	14,0	13,1	13,0
Maksimum	18,4	17,2	16,0	28,2	25,3	23,3
Minimum	5,6	5,3	5,0	9,2	8,6	8,0
Mediana	9,4	9,0	8,7	16,7	15,5	14,4
Comarch	6,4	5,8	5,4	15,4	14,0	13,2
Premia (dyskonto)	-31,8%	-35,7%	-37,8%	-7,8%	-9,9%	-8,4%
Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	271,0	282,8	289,0	193,5	198,1	194,8
Waga wskaźnika	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Wartość firmy na akcję (PLN)	238,2					

Model biznesowy i strategia

Model biznesowy

Grupa Comarch zajmuje się produkcją systemów IT dla różnych sektorów gospodarki w Polsce i na świecie o przychodach rocznych rzędu >1,4 mld PLN (1Q'19 LTM), które generowane są ze sprzedaży rozwiązań m.in. dla podmiotów z administracji publicznej, bankowości, biur rachunkowych, przedsiębiorstw z branży FMCG, linii lotniczych, motoryzacji, sektora medycznego, firm produkcyjnych, przedsiębiorstw użyteczności publicznej, rynków kapitałowych, firm telekomunikacyjnych i ubezpieczeniowych, wyższych uczelni, firm handlowych i usługowych, transportowych, dla dostawców paliw a także podmiotów prowadzących działalność maklerską, e-commerce i faktoringową. Główne segmenty obecności Comarchu to telekomunikacja (>23% obrotów) oraz segment SME (blisko 19% obrotów). Zwracamy uwagę na wysoką dywersyfikację przychodów z/w na segmenty.

Struktura przychodów Comarch wg odbiorców w okresie 2Q'18-1Q'19



Źródło: Comarch

Wybrane produkty Comarch

Spółka ma relatywnie obszerną ofertę, która obejmuje systemy klasy ERP, finansowo-księgowe, systemy CRM, oprogramowanie lojalnościowe, systemy wsparcia sprzedaży i elektronicznej wymiany dokumentów, systemy bankowości elektronicznej, systemy zarządzania sieciami teleinformatycznymi, systemy billingowe, oprogramowanie klasy BI, usługi zarządzania bezpieczeństwem i ochroną danych.

Telekomunikacja

Comarch dostarcza m.in. rozwiązania IoT, w tym np. moduły billingowe umożliwiające naliczanie opłat za usługi (Comarch IoT Billing), narzędzie do zarządzania łącznością w środowisku międzynarodowym (Comarch IoT Connectivity Management), narzędzie do przetwarzania dużych ilości danych w czasie rzeczywistym (Comarch IoT Analytics Platform) czy usługi pozwalające na personalizację i poprawę jakości usług (rozwiązania BSS i OSS). Wśród klientów tej branży znajdują się m.in. KPN B.V., Orange Polska, Telia Finland, Vodafone Procurement Company, Gemalto Arabia. W ostatnich miesiącach spółka podpisała umowę z koreańskim operatorem LG U+ na wdrażanie kompletnego zestawu rozwiązań konsolidujących wykorzystywane dotychczas narzędzia IT w zunifikowaną i skalowalną platformę, co jest kluczowe dla uruchomienia pierwszej na świecie sieci 5G.

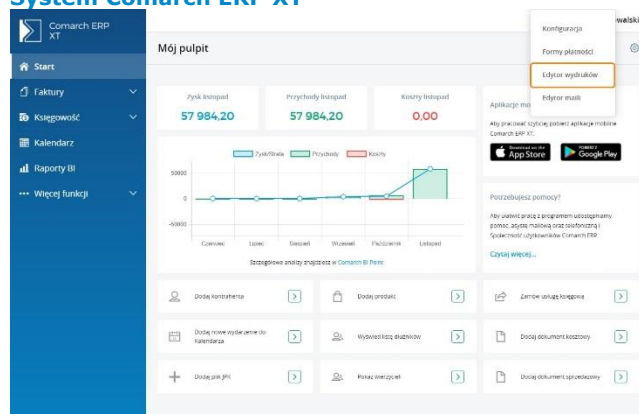
Finanse i Bankowość

Comarch dostarcza m.in. systemy bankowości transakcyjnej, narzędzia do zarządzania finansami i obsługi płatności masowych (Comarch Corporate Banking), narzędzia dla agentów, brokerów i pośredników ubezpieczeniowych wspomagające doradztwo sprzedaży (Comarch Digital Insurance), systemu do obsługi klienta bankowości prywatnej (Comarch Wealth Management) czy systemy do monitorowania transakcji (Comarch Anti-money Laundering). Do klientów Comarchu należą polskie i międzynarodowe instytucje finansowe między innymi: ING Bank Śląski, Alior Bank, Santander Bank Polska, BNP Paribas Bank Polska, Siam Commercial Bank PCL czy Raiffeisen Bank Polska. Ostatnio Comarch podpisał umowę z Aviva Investors Poland TFI na integrację systemu informatycznego do obsługi procesów związanych z zarządzaniem funduszami w ramach pracowniczych planów kapitałowych (PPK) z aplikacją Comarch PPK.

Sektor ERP

Comarch to jeden z największych graczy na polskim rynku aplikacji dla przedsiębiorstw. Przychody z rozwiązań ERP przekroczyły 200 mln PLN, do 2024 r. Comarch zapowiedział przekroczenie 0,5 mld PLN sprzedaży systemów ERP. Spółka inwestuje relatywnie duże kwoty w rozwój produktów tej klasy (w 2016 r. było to ok. 54 mln PLN). Do najbardziej znanych produktów można zaliczyć: Comarch ERP Altum (platformę ERP kompleksowo wspierającą wszystkie kluczowe procesy biznesowe w średnich i dużych firmach handlowych), Comarch ERP XL (najchętniej wybierany system klasy ERP w Polsce, z którego korzysta ponad 5 tys. firm z różnych branż, a 400 firm rocznie decyduje się na jego wdrożenie) czy Comarch ERP XT (aplikację do fakturowania online, prowadzenia magazynu oraz uproszczonej księgowości, udostępniana poprzez przeglądarkę internetową lub aplikacje mobile na Android i iOS).

System Comarch ERP XT



Źródło: Comarch

Sektor Usługi

W obszarze usług Comarch oferuje m.in. narzędzia do zarządzania programami lojalnościowymi, który wspomaga operatorów B2C i B2B umożliwiając uruchamianie wielu programów promocyjnych na jednej platformie (Comarch Loyalty Management for Retail) i systemy umożliwiające efektywne kosztowo projektowanie, uruchamianie i analizę kampanii marketingowych zorientowanych na klienta (Comarch Campaign Management). Comarch prowadzi prace na całym świecie, do klientów należą m.in. BP Europa, True Digital and Media Platform Company, NN Re Netherlands, Philip Morris Sales and Marketing czy Nationale-Nederlanden Usługi Finansowe.

Rozwiązania Data Centers

Comarch oferuje centra danych stanowiąc alternatywę dla klientów wobec rozbudowy własnych zasobów infrastruktury IT. Comarch S.A. posiada obecnie cztery własne ośrodki Data Center oraz 11 ośrodków partnerskich na całym świecie. Comarch świadczy usługi kolokacji i dostarcza zapasowe ośrodki przetwarzania danych dla krytycznych systemów klienta.

Data center Comarchu w Krakowie



Źródło: Comarch

Inne produkty

Do znanych produktów Comarchu należą także: systemy dla administracji publicznej (często jednak klienci w tym obszarze zamawiają rozwiązania „na wymiar”, aplikacje e-invoicing do szybkiej i bezpiecznej wymiany dokumentów i do kontroli nad procesem zarządzania fakturami. W ofercie Comarchu znajdują się też systemy dla szpitali i oprogramowanie do zarządzania dokumentacją medyczną na poziomie placówek medycznych, miast oraz regionów. Comarch rozwija platformę e-Care, pozwalającej na ciągły monitoring stanu zdrowia pacjentów. Platforma umożliwia odbieranie i przetwarzanie danych medycznych oraz danych zgromadzonych z urządzeń pomiarowych kontrolujących określone parametry życiowe. Jej monetyzacja na istotną skalę nie rozpoczęła się jeszcze.

Platforma Comarch e-Care



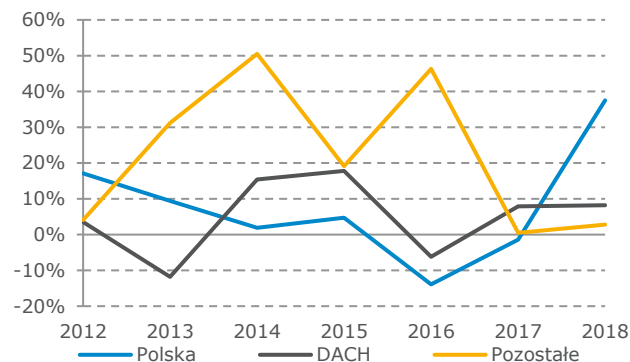
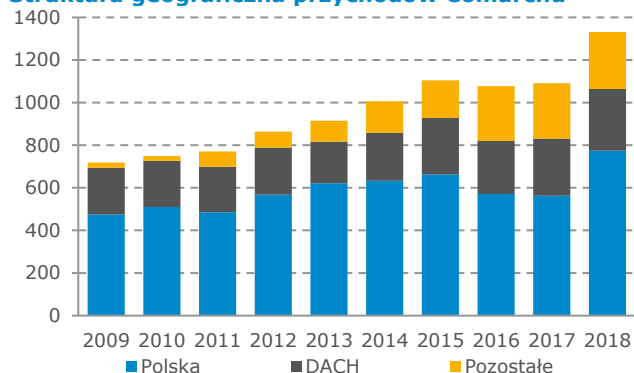
Źródło: Comarch

Obecność geograficzna spółki

Grupa stawia jednak na rozwój organiczny i w ciągu ostatnich lat nie realizowała dużych przejęć (największe przejęcie SoftM na rynku niemieckim w 2008 r.). W latach 2013-16 widoczny był istotny wzrost obrotów na rynkach pozostałych. Comarch deklaruje dalszą chęć ekspansji zagranicznej. W 2018 r. grupa założyła nowe spółki zależne w Mexico City w Meksyku, w Seulu w Korei Południowej oraz w Bangkoku w Tajlandii. Na rok 2019 planowane są dalsze inwestycje kapitałowe zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych. Comarch jest dzisiaj szeroko obecny na świecie.

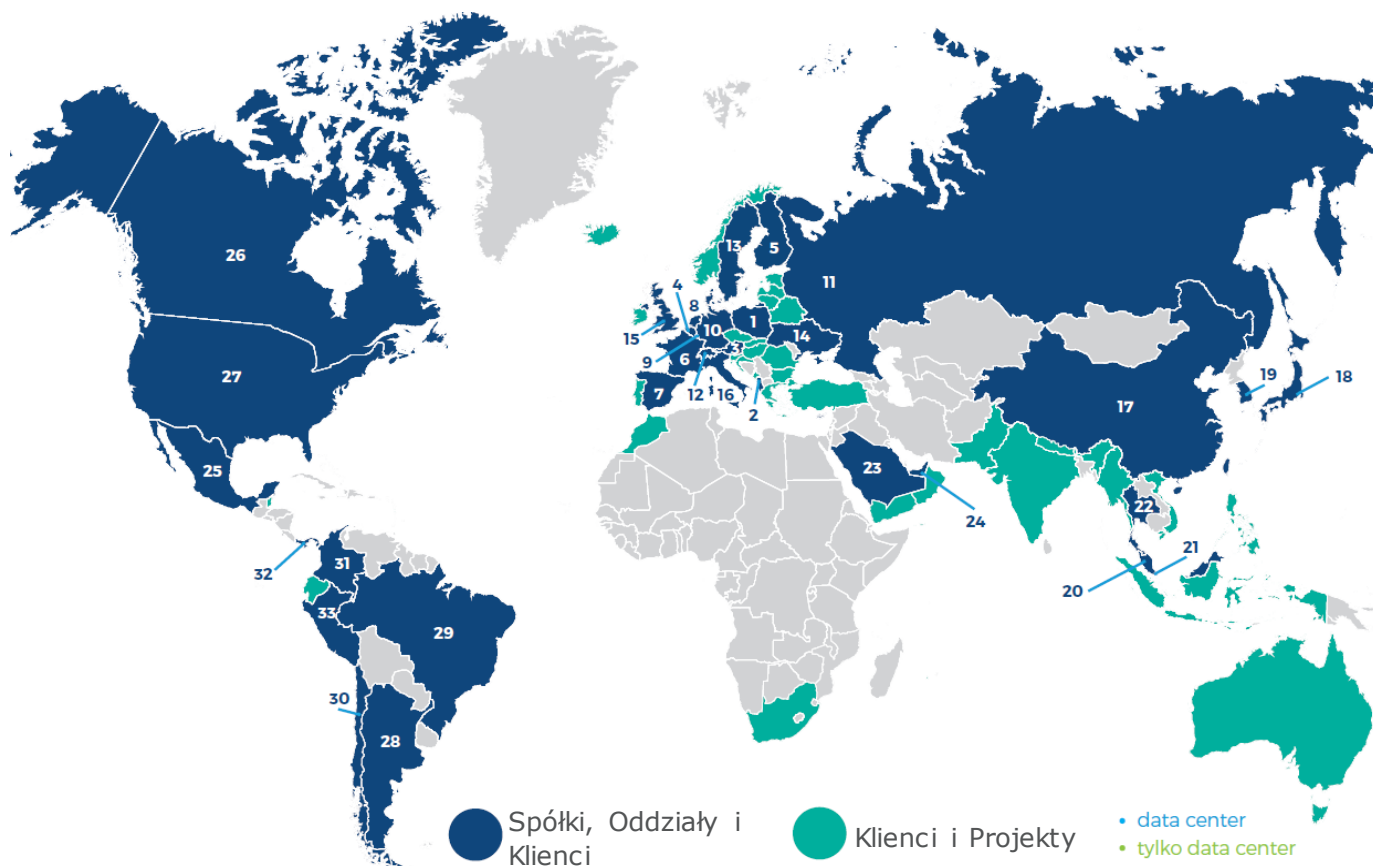
Comarch od lat rozwija sprzedaż zagraniczną. Widoczne są jednak wahania w strukturze geograficznej przychodów, w zależności od zawieranych, dużych kontaktów. Przykładem jest tutaj wzrost obrotów na rynku polskim o 37,5% w 2018 r., kiedy zaksięgowano większość przychodów z kontraktu dla administracji publicznej (na rejestrację rozpraw w sądach powszechnych).

Struktura geograficzna przychodów Comarchu



Źródło: Comarch

Mapa działalności grupy Comarch na świecie



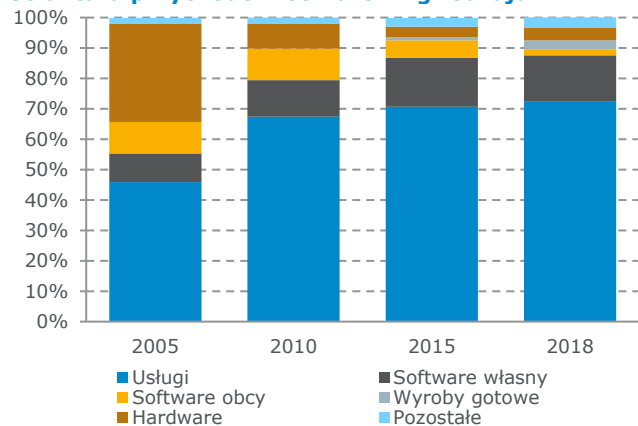
Źródło: Comarch

Strategia

Strategia, którą realizuje Comarch od lat jest oferowanie rozwiązań IT opartych na produktach własnych, także w modelu usługowym. Wynika to z wyższej rentowności produktów własnych i usług vs. sprzedaż i implementacja produktów stron trzecich. Istotnie, spółka zwiększyła udział oprogramowania własnego w sprzedaży z 9,4% w 2015 r. do 15,1% w 2018 r. oraz usług z 45,9% do 72,5% w 2018 r. Ze względu na postępującą globalizację, Comarch jest nastawiony na budowanie swojej obecności na całym świecie, tak by móc ofertować swoje produkty i usługi do globalnych klientów.

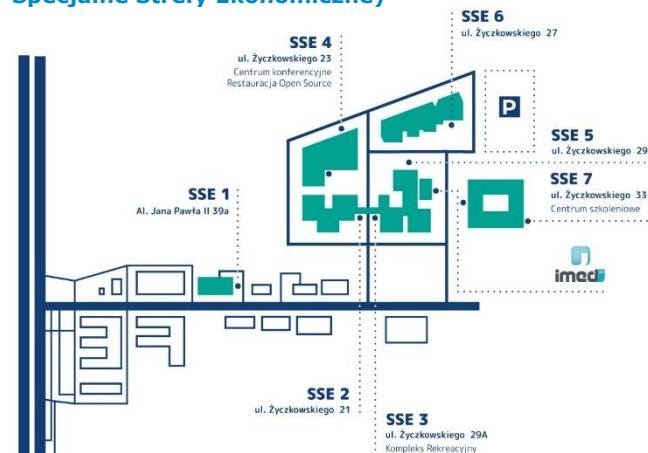
Comarch stara się utrzymywać bliską relację z uczelniami, zwłaszcza w Krakowie. Jest zlokalizowana nieopodal Politechniki Krakowskiej im. T. Kościuszki. Grupa organizuje od lat cyklicznie program staży studenckich. Dzięki temu grupa ma stały przyływ nowych pracowników, gdyż część stażystów zostaje pracownikami Comarch po odbytych stażach.

Struktura przychodów Comarch wg rodzaju



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

Lokalizacja Comarch w Krakowie (zaznaczone Specjalne Strefy Ekonomiczne)

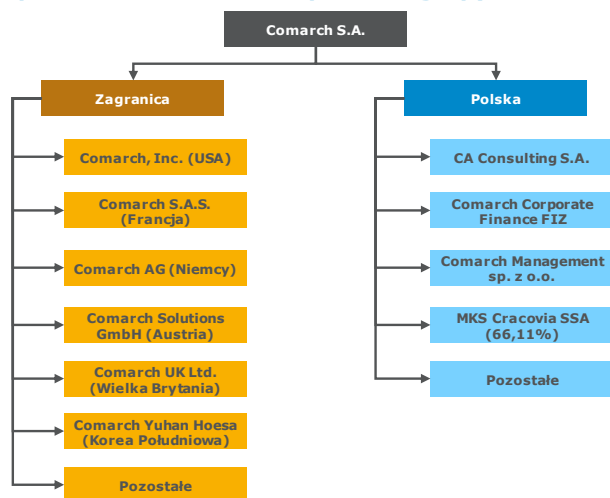


Źródło: Comarch

Struktura grupy kapitałowej

W skład grupy kapitałowej Comarch wchodzi jednostka dominująca (Comarch S.A.) oraz 54 spółki zlokalizowane na 6 kontynentach, w 33 krajach, w 93 lokalizacjach na całym świecie. Większość działalności operacyjnej jest skupione w spółce matce (69,5% przychodów w 1Q'19). Comarch S.A. posiada 17 oddziałów w Polsce oraz 1 w Albanii. Comarch przechowuje dane w 15 data centers na całym świecie. Comarch posiada własne centra danych: w Krakowie, Warszawie, Dreźnie oraz w Lille oraz korzysta z wynajętych powierzchni w (m.in. w Chicago, Columbus, Kuala Lumpur, Montrealu, Moskwie, Pekinie, Singapurze, Strassen, Szanghaju i Toronto.

Uproszczona struktura kapitałowa grupy Comarch

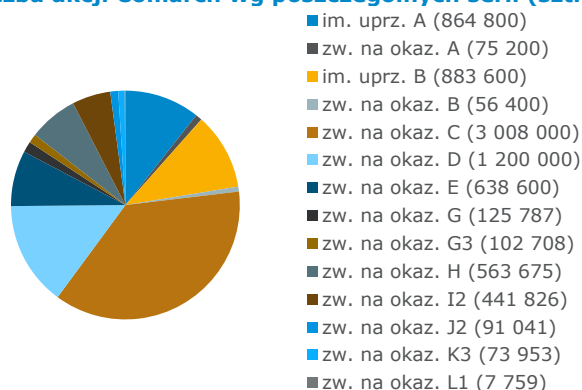


Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

Akcjonariat

Kapitał zakładowy Comarchu składa się z 8,13 mln akcji, każda o wartości nominalnej 1 PLN. Kapitał składa się z 12 serii akcji (A, B, C, D, E, G, G3, H, I2, J2, K3 oraz L1), z tym że część akcji serii A i B jest imienna i uprzywilejowana co do głosu w ten sposób, że na każdą akcję przypada 5 głosów na WZA. Zamiana akcji imiennych na akcje na okaziciela jest dopuszczalna. W przypadku zamiany akcji imiennych na akcje na okaziciela tracą one wszelkie uprzywilejowanie.

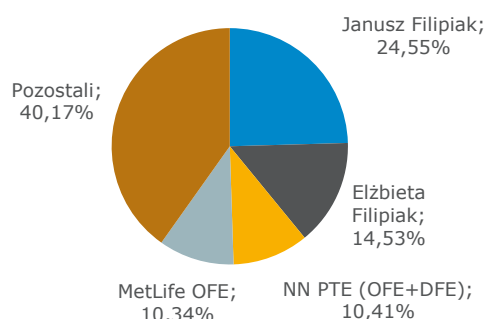
Liczba akcji Comarch wg poszczególnych serii (szt.)



Źródło: Comarch; „im. uprz.” - akcje imienne uprzywilejowane; „zw. na okaz.” - akcje zwykłe na okaziciela

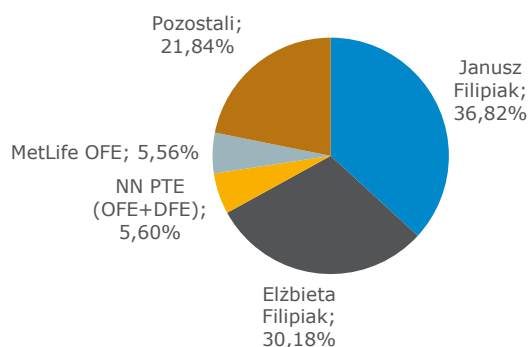
Założyciel Comarchu Janusz Filipiak wraz z żoną Elżbieta Filipiak posiadają razem 3,18 mln akcji, tj. 39,1% akcji, które uprawniają do 10,13 mln głosów na WZA spółki.

Struktura akcjonariatu Comarch



Źródło: Comarch, stan na 29/04/2019

Struktura akcjonariatu Comarch wg głosów



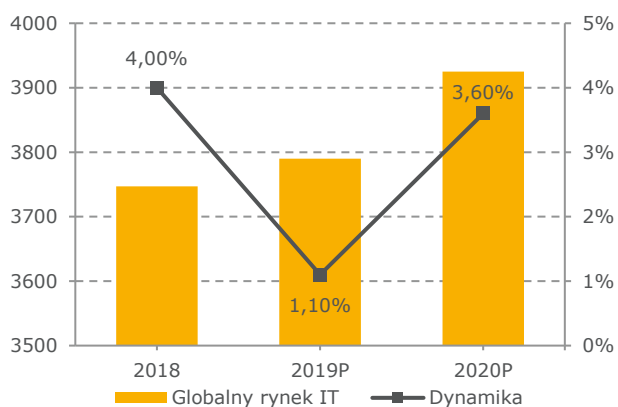
Źródło: Comarch, stan na 29/04/2019

Rynek

Rynek IT na świecie

Według szacunków Gartner z kwietnia br., światowy rynek IT w 2019 r. ma wzrosnąć do 3,79 bln USD, czyli o 1,1% R/R. Tempo wzrostu będzie niższe niż w 2018 r. kiedy to rynek IT osiągnął wartość 3,75 bln USD po wzroście o 4,0% R/R. Gartner obniżył prognozę wzrostu rynku IT opublikowaną w styczniu br. (poprzednio +3,2% R/R w 2019 r.). Przyczyną obniżki prognoz była większa niepewność dot. globalnego otoczenia gospodarczego i politycznego oraz wzrost napięcia pomiędzy USA a Chinami. Ważnym czynnikiem było także umocnienie się waluty amerykańskiej, w której sporządzana jest prognoza. Gartner szacuje, że wartość globalnego rynku IT sięgnie w 2020 r. 3,93 bln USD, co oznacza wzrost o 3,6%.

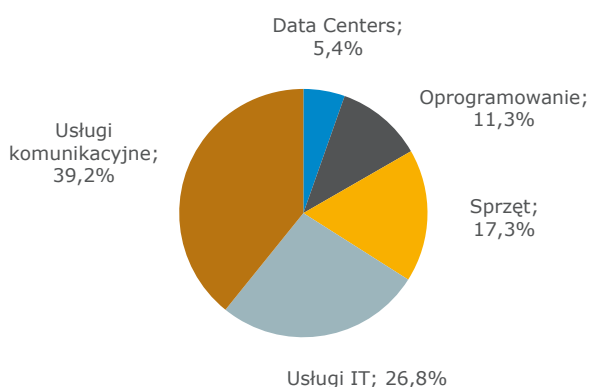
Prognoza światowych wydatków na IT (USD mld55)



Źródło: Raport Gartner

Największy udział w rynku będą miały usługi telekomunikacyjne (39,2%), a usługi IT będą stanowiły 26,8% globalnych wydatków na IT.

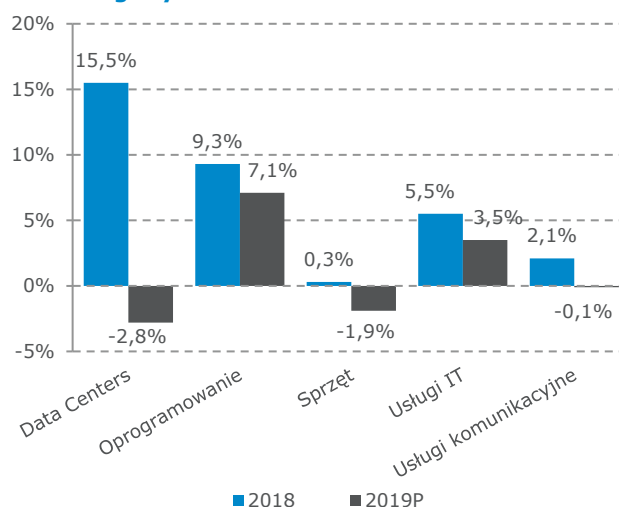
Struktura światowego rynku IT w 2019 r.



Źródło: Raport Gartner

W 2018 r. najszybciej rosnącym segmentem światowego rynku IT były Data Centers. Gartner szacuje, że w 2019 r. wartość tego segmentu obniży się o 2,8%. Wynikać to powinno głównie z oczekiwanych niższych średnich cen sprzedaży na rynku serwerów, wynikających z korekt struktury oczekiwanych kosztów komponentów. Z kolei segment Software Enterprise, który w 2018 r. wzrósł o 9,3%, w 2019 r. dalej powinien wykazywać wysokie tempo rozwoju (tj. +7,1%). Niezmiennie, głównym czynnikiem wzrostu będzie zmiana stosowanych rozwiązań IT z tradycyjnych (nie w chmurze) w kierunku usług chmurowych. Spodziewane są istotne wzrosty w szczególności w zakresie platformy integracyjnej jako usługi (iPaaS) i platformy aplikacji jako usługi (aPaaS). Gartner podkreśla, że duży wpływ na rozwój rynku IT będzie mieć wykorzystanie rozwiązań z zakresu sztucznej inteligencji.

Dynamika wzrost poszczególnych segmentów światowego rynku IT

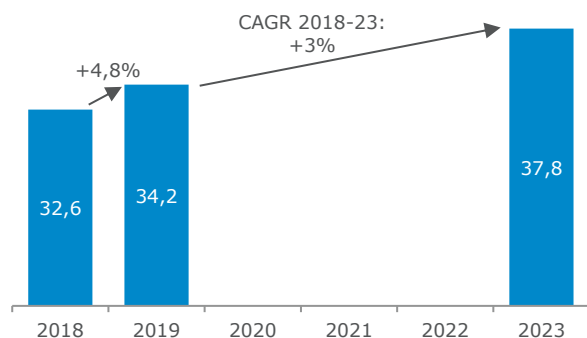


Źródło: Raport Gartner

Rynek IT w Polsce

Zgodnie z szacunkami PMR z sierpnia 2018 roku, wydatki na polskim rynku IT w minionym roku zwiększyły się o 5,5% w porównaniu do poprzedniego roku i wyniosły 32,6 mld PLN. W 2018 r. na rynek IT w Polsce wpływ miały także istotne zmiany prawne, takie jak RODO, Split Payment, PSD2 oraz idąca za nimi konieczność dostosowania systemów IT. W 2019 roku wydatki na IT powinny być wyższe o 4,8% R/R, co oznaczałoby, że wyniosą 34,2 mld PLN. Średni wzrost tego rynku w latach 2018-2023 szacowany jest na ok. 3% rocznie. Oczekuje się, że jedną z głównych przyczyn wzrostu będzie popyt na rozwiązania w modelu SaaS. Dobrą koniunkturę potwierdzają opinie przedsiębiorstw IT. 75 ze 100 największych firm tego sektora uważa, że w 2019 roku sytuacja na rynku będzie się poprawiać. Na polskim rynku IT można zauważyć wzrost insourcingu usług IT. Ze względu bezpieczeństwa, potrzebę dużej elastyczności produktów IT oraz rosnących cen usług IT, część przedsiębiorstw decyduje się na samodzielne rozwijanie rozwiązań IT. Rynek IT w Polsce charakteryzuje się też wysoką presją płacową i brakiem wystarczającej liczby wyspecjalizowanych programistów. Szacuje się (Hays), że podobnie jak w ostatnich latach inflacja wynagrodzeń w branży IT wyniosła w 2018 ok. 5-8%, chociaż te należą do najwyższych w kraju. Obszar specjalizacyjny, w którym podwyżki będą większe to głównie automatyzacja procesów oraz pracownicy firm konsultingowych IT.

Prognoza rynku IT w Polsce (mld PLN)



Źródło: PMR, Dom Maklerski mBanku

Największy popyt na usługi informatyczne jest obserwowany od czterech lat z sektora bankowego. W 2018 r. firmy IT dostarczyły klientom z tego sektora rozwiązania za 3,65 mld PLN (raport Computerworld TOP200), tj. > 20,0% więcej R/R. Wielkość zamówień od administracji publicznej wyniosła ok. 2,3 mld PLN. Pomimo że w 2018 r. nastąpił wzrost rozstrzygniętych przetargów i zamówień publicznych z obszaru IT (po spadkach >10% w 2017 r.), w tym ze strony PKP, Głównego Inspektoratu Transportu Drogowego, ZUS i KRUS, segment ten spadł pod względem wielkości zamówień w 2015 r. na drugą miejsce po bankowości, a w 2018 został wyprzedzony także przez sektor handlu (zamówienia na ok. 2,5 mld PLN, po wzroście aż o 36% R/R). Sprzedaż IT do dużych przedsiębiorstw zwiększyła się o 27,4%, a do MŚP spadła o 13,4%. W efekcie korporacje były ponad pięć razy większym rynkiem dla IT niż MŚP. Niewielkie spadki sprzedaży odnotowali z kolei dostawcy IT do energetyki (-1%) i do rolnictwa wraz z przetwórstwem żywności (-4,6%), silniejsze – do sektorów transportu i logistyki (-16,1%) oraz edukacji i nauki (-10,7%).

Pozycja rynkowa Comarch na rynku polskim

Według raportu Computerworld TOP200 Comarch zajęła szóste miejsce w zestawieniu największych grup kapitałowych działających w Polsce w 2018 r. Natomiast jednostką dominującą, Comarch SA, zajęła dziewiąte miejsce w zestawieniu firm informatycznych o największym zysku netto z IT. Z kolei w kategorii największych firm informatycznych działających w Polsce Comarch obecnie zajmuje 13. Pozycję (dwa miejsca wyżej niż w 2017 r.). Comarch zajęła pierwsze miejsce w kategoriach: (1) dostawcy usług integracyjnych oraz (2) dostawcy usług w modelu cloud. Wysokie pozycje (drugie miejsce) zajęła również wśród dostawców rozwiązań usług dla sektora handlu, firm z branży telekomunikacyjnej, sektora dużych firm i korporacji. Grupa zajęła drugie miejsce także w kategoriach: firm IT o największym zatrudnieniu oraz największych dostawców usług centrów przetwarzania danych. Comarch ma z kolei trzecie miejsce m.in. w kategorii dostawców systemów ERP.

Wyniki finansowe

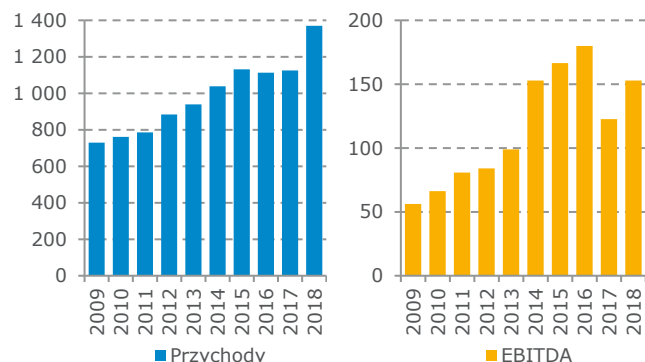
Wpływ nowych standardów na wyniki finansowe

Wprowadzenie nowych standardów rachunkowości przez Comarch (tj. MSSF15 od 2018 r. oraz MSSF16 od 2019 r.) miało wpływ na wielkość raportowanych przez spółkę wyników finansowych. Standard MSSF15 zastąpił wcześniejsze MSR18 i MSR11 i wymaga przeprowadzenia analizy zapisów stosowanych w umowach pomiędzy jednostkami gospodarczymi, aby wyodrębnić ich składowe części i przyporządkować wynagrodzenie z nich wynikające do tychże części składowych. Upraszczając, ujemne przychody powinny odzwierciedlać przekazywanie dóbr i usług do kontrahentów. Wpływ MSSF15 na przychody, EBITDA i zysk netto Comarchu w 2017 r. to ok. +22,6 mln PLN. Ważne jest, że z powodu zastosowania standardu spółka w 2018 r. nie rozpoznała przychodów ze sprzedaży licencji na wysokość ok. 29,4 mln PLN. Z kolei standard MSSF16 zastępuje MSR17 i nakazuje ujmowanie wykazywanych dotychczas pozabilansowo aktywów użytkownych przez firmę na zasadach leasingu operacyjnego jako leasing finansowy. Standard ma wpływ głównie na linię EBITDA: w przypadku Comarchu ok. 18 mln PLN w skali roku. W wyniku MSSF16 grupa podwyższyła sumę bilansową o ok. 70 mln PLN (w wyniku rozpoznania zobowiązania z tytułu leasingu oraz aktywa z tytułu praw do użytkowania).

Wyniki finansowe Comarch do 2018 r.

Comarch konsekwentnie zwiększa skalę obrotów i generowanego zysku EBITDA (w okresie 2009-2018 średnio w roku o odpowiednio 6,5% i 10,5%). Głównymi przyczynami wzrostu wyników są naszym zdaniem ekspansja geograficzna spółki oraz wzrost udziału rozwiązań własnych i usług w sprzedaży (te odznaczają się wyższą rentownością). Spółka wykazuje jednak dość istotne wahania wyników, co związane jest w głównej mierze z księgowaniem dużych kontaktów (jak w 2016 r., kiedy zaksięgowano wielomilionowe kontakty w segmencie TMT) oraz kondycją poszczególnych segmentów. Na wyniki Comarch wpływ na także poziomy kursów walutowych (zwłaszcza EUR/PLN, ale także USD/PLN, GBP/PLN i BRL/PLN) oraz tempo wzrostu wynagrodzeń pracowników branży IT. Niemniej jednak spółkę należy naszym zdaniem docenić za konsekwentny wzrost w perspektywie kilkuletniej.

Wzrost wyników (mln PLN) Comarch w ciągu ostatnich 10 lat



Źródło: Notoria, Dom Maklerski mBanku, dane za 2017 i 2018 z uwzględnieniem MSSF15

W 2018r. spółka odnotowała istotny wzrost przychodów, do poziomu 1 370 mln PLN (tj. o 21,7% R/R). Gros wzrostu to efekt zaksięgowania (głównie w 2Q'18 i w 3Q'18) kontaktu dla Ministerstwa Sprawiedliwości. Stąd, w rozbiu na segmenty, w sektorze publicznym zaraportowano wzrost obrotów aż o 207%. Sytuacja w sektorze publicznym zależy od wielkich kontaktów, które Comarch wykonuje. Sądzimy, że spółce trudno będzie powtórzyć skalę obrotów tego segmentu w najbliższym czasie. W 2018 r. odnotowano także znaczny wzrost wartości przychodów ze sprzedaży do branży telekomunikacyjnej (+20%), dzięki realizacji nowych projektów w Azji i Europie Zachodniej. Popytem cieszyły się zwłaszcza nowoczesne narzędzia Comarchu dot. sieci 5G. W tym miejscu zwracamy uwagę, że z/w na wprowadzenie MSSF15 części zafakturowanych przychodów Comarchu w trakcie 2018 r. nie uwzględniono w przychodach raportowanych za ten rok. W 2018 r. szybko rozwijały się także przychody MSP Polska, dzięki silnemu popytowi na systemy ERP Comarchu.

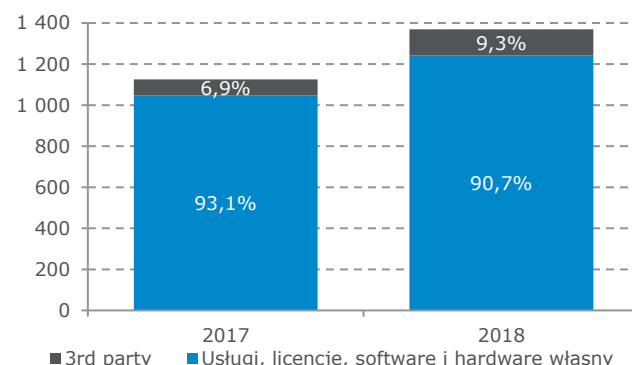
Struktura sprzedaży wg odbiorców w 2018 i 2017 r.

(mln PLN)	2017	2018	R/R
TMT	264,9	316,4	19,5%
Finanse	187,2	204,5	9,3%
Bankowość	187,2	202,4	8,1%
Handel i Usługi	143,1	138,3	-3,3%
Przemysł	143,1	138,3	-3,3%
Sektor Publiczny	64,0	193,0	201,5%
MŚP - Polska	136,1	160,9	18,2%
MŚP - DACH	99,8	99,6	-0,2%
Medycyna	16,0	27,4	70,7%
Pozostałe	26,7	27,1	1,6%

Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

Niemal wszystkie obroty w Comarchu są generowane z rozwiązań własnych. Udział rozwiązań firm trzecich w strukturze sprzedaży co prawda zwiększył się do 9,3% w 2018 r. (vs. 6,9% rok wcześniej), co było efektem realizacji wspomnianego kontaktu dla Ministerstwa Sprawiedliwości w trakcie 2018 r. (gdzie istotną część dot. sprzętu). Jednakże od 2019 r. sytuacja powinna wrócić do stanu z 2017 r.

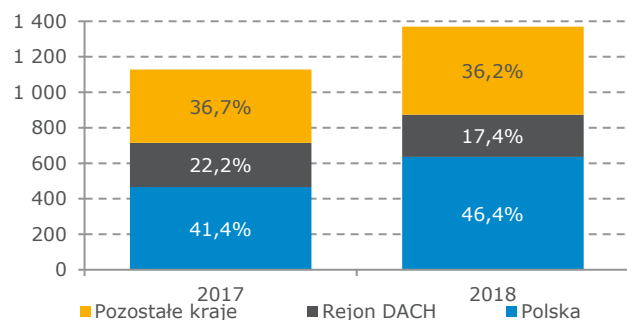
Struktura przychodów wg rodzaju



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

Efekt zaksięgowania wielkiego kontraktu w ad. publicznej (także stagnacji na przychodach w Ameryce Pd) była także zmiana geograficznej struktury sprzedaży: udział rynku polskiego wzrósł do 46,4% vs. 41,1% w roku 2017 r. Zdarzenie jest jednorazowe i spodziewamy się, że struktura przychodów będzie zmieniać się na korzyść rynków zagranicznych w kolejnych latach.

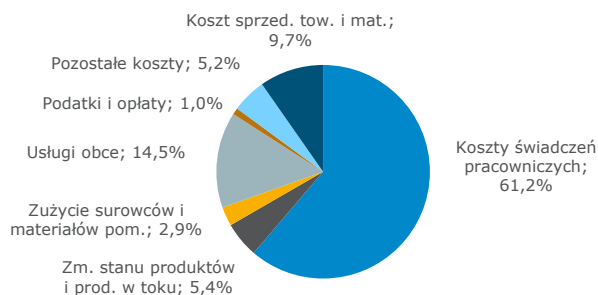
Geograficzna struktura przychodów Comarch



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

Głównym kosztem Comarchu są świadczenia pracownicze, które w 2018 r. stanowiły 61,2% wszystkich kosztów operacyjnych bez amortyzacji. Usługi obce stanowiły 14,5% bazy kosztowej, w tej linii księgowane są wynagrodzenia dla podwykonawców najętych na zasadach B2B.

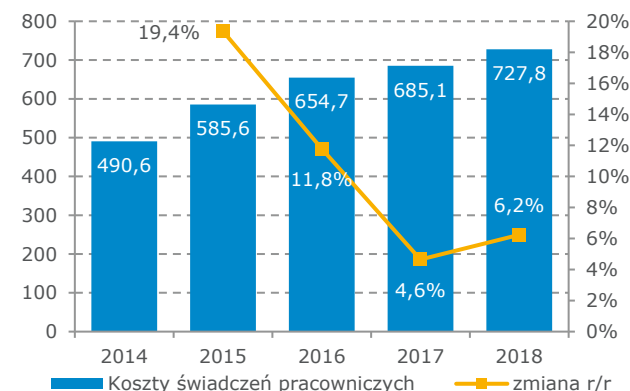
Struktura kosztów operacyjnych bez amortyzacji



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

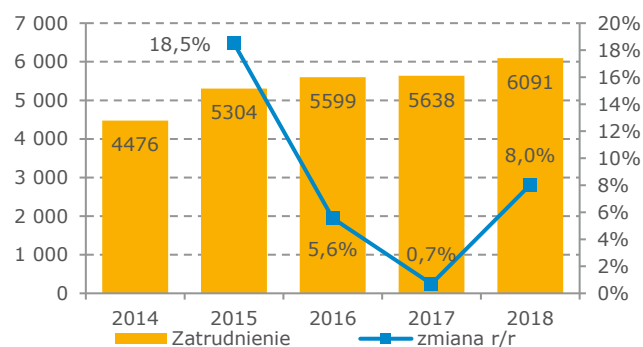
W 2018 r. koszty świadczeń pracowniczych wyniosły 727,9 mln PLN i były wyższe R/R tylko o 6,2%. Przecięte zatrudnienie w grupie w 2018 r. wyniosło 6040 i było wyższe o >8,0% vs. 2017 r., kiedy to wyniosło 5541, co implikuje spadek średnich kosztów pracowniczych na zatrudnionego R/R. To efekt wymiany droższych pracowników z dłuższym stażem (którzy naturalnie szukają nowych wyzwań zawodowych) na zatrudnianych stażystów. W 2018 r. w Comarchu 78,8% zatrudnionych pracowało w działach produkcyjnych lub było zatrudnione jako konsultanci techniczni. Zatrudnieni w kierownictwie i administracji stanowili 8,1%, a w marketingu i sprzedaży 4,9%.

Koszty świadczeń pracowniczych w Comarchu w latach 2014-18



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

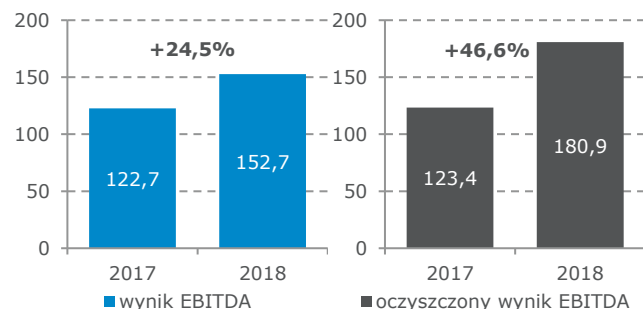
Zatrudnienie w Comarchu w latach 2014-2018



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

Wynik EBITDA wyniósł w 2018 r. 152,7 mln PLN i był wyższy o 24,5% od wyniku w 2017 r. (raportowany wynik w 2017 r. to 122,7 mln PLN, spółka przekształciła sprawozdanie za 2017 r. z/w na wprowadzenie MSSF15). Zwracamy jednak uwagę na szereg zdarzeń jednorazowych, które wystąpiły w 2018 r. łącznie na kwotę +28,2 mln PLN oraz w 2017 r. na łączną kwotę 0,7 mln PLN. Stąd, po oczyszczeniu, zysk EBITDA wyniósłby w 2018 r. 180,9 mln PLN i byłby większy R/R od oczyszczonego wyniku w 2017 r. aż o 46,6%. Podkreślamy także, że w raporcie rocznym za 2018 r. Comarch utworzył dodatkowo rezerwę w związku z żądaniem wypłaty przez ZUS z gwarancji bankowej należytego wykonania umowy na usługę wsparcia eksploatacji systemu KSI. Rezerwa wyniosła 24,2 mln PLN.

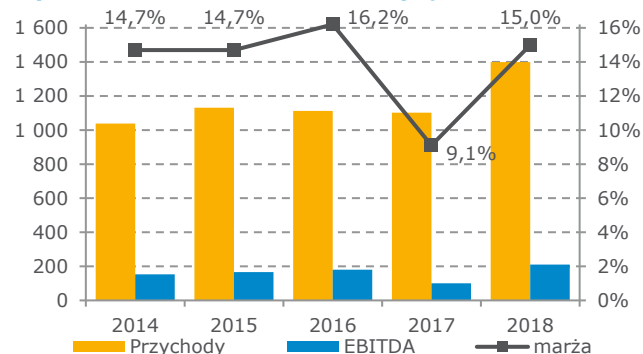
Wzrost wyników Comarch w 2018 r.



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

W tym miejscu warto pamiętać, że zastosowanie w 2018 roku standardu MSSF 15 spowodowało nie rozpoznanie 29,4 mln PLN przychodów z licencji. Oczyszczony wynik EBITDA bez standardu MSSF15 wyniósłby ok. 210,3 mln PLN, tj. byłby >2,0 x większy niż oczyszczony wynik z 2017 r. (bez MSSF 15). Tym samym Comarch osiągnął bardzo dobre wyniki w 2018 r. w nowym i starym standardzie rachunkowości i powrócił do wysokich wyników finansowych z lat 2015-16.

Wyniki finansowe Comarchu z wyłączeniem MSSF15



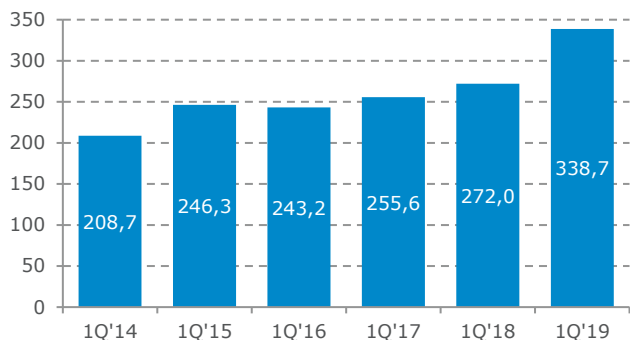
Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

W 2018 r. wynik EBIT wyniósł 87,5 mln PLN. Jednak w 2018 r. zaksięgowano ujemne różnice kursowe rzędu 8,8 mln PLN oraz stratę na wycenie instrumentów finansowych i inwestycji rzędu 8,0 mln PLN. Dodatkowo, zaksięgowano dość duży podatek, tj. 30,0 mln PLN z/w na wysoką bazę do opodatkowania (częściowo efekt MSSF15). Stąd zysk netto w 2018 r. wyniósł tylko 30,6 mln PLN.

Wyniki finansowe za 1Q'19 oraz prognoza na 2Q'19

W 1Q'19 przychody ze sprzedaży wyniosły 338,7 mln PLN i wzrosły o >25%. Wysoka dynamika to rezultat dużych kontaktów, które spółka podpisała w 2018r. (zwłaszcza w obszarze telekomunikacyjnym gdzie obroty wzrosły o 28% oraz handlowo-usługowym o 29% i przemysłowym o 54%). Duży wzrost popytu w zakresie systemów lojalnościowym (zwłaszcza w zakresie wymiany dokumentów). Zaskakująco duże były także obroty w segmencie administracji publicznej (+122% R/R). To efekt dostawy sprzętu pod jeden z kontraktów dla klienta z sektora (na ok. 15 mln PLN).

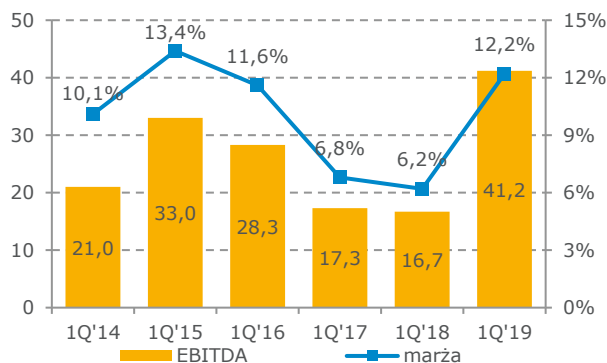
Przychody Comarchu w 1Q'19



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

Marża brutto na sprzedaży wyniosła w 1Q'19 23,8% i była wyższa R/R o 3,0 p.p. Jest to związane z wysokimi obrotami ale także z relatywnie dużym udziałem oprogramowania własnego w całości sprzedaży, który wyniósł w 1Q'19 19,3% vs. 13,4% w roku poprzednim. To częściowo zasługa MSSF15 (część przychodów z licencji dla telekomunikacji zafakturowanych w 2018 r. było rozpoznane zgodnie z nowym standardem w okresie późniejszym zgodnie z tempem prowadzenia projektów). Koszty SG&A w 1Q'19 wyniosły 54,9 mln PLN. Saldo na pozostałej dział. operacyjnej wyniosło -4,7 mln PLN (vs. -6,6 mln PLN rok wcześniej).

EBITDA Comarchu w 1Q'19



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

Wynik EBITDA wyniósł 41,2 mln PLN (+146% R/R). Częściowo to efekt wprowadzenia do 2019 r. standardu MSSF16 (wpływ tylko na linię EBITDA na poziomie ok. 4,5 mln PLN, na pozostałe wyniki wpływ marginalny). Wyłączając efekt MSSF16 wynik EBITDA wyniósłby ok. 36,7 mln PLN (co oznacza wzrost R/R o 119%). W 1Q'19 otoczenie FX było relatywnie stabilne. W wynikach rozpoznano dość dużą wartość podatku dochodowego (8,7 mln PLN), głównie w wyniku wysokich podatków płaconych przez spółki zależne w swoich krajach (głównie spółki niemieckie). Zysk netto wyniósł 7,0 mln PLN (vs. -6,2 mln PLN rok wcześniej). W 1Q'19 Comarch wygenerował bardzo wysoki strumień środków z dział. operacyjnej (aż 104,4 mln PLN), głównie przez istotny wpływ należności z faktur wystawionych w 2018 r. (> 46 mln PLN). Wyniki za 1Q'19 prezentują się bardzo dobrze na tle poprzednich kwartałów.

Prognoza wyników na 2Q'19

(mln PLN)	2Q'19P	2Q'18	r/r
Przychody	344,1	332,0	4%
EBITDA	47,7	54,7	-13%
marża EBITDA	13,8%	16,5%	
EBIT	27,4	34,4	-21%
Zysk brutto	29,4	14,7	100%
Zysk netto	18,7	10,5	78%

Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

Comarch raportuje wyniki za 2Q'19 w dniu 30 sierpnia br. Spodziewamy się, że spółka wygenerowała 344,1 mln PLN przychodów ze sprzedaży (+3,6% R/R), wynik EBITDA na poziomie 47,7 mln PLN (-13%) i zysk netto rzędu 19,4 mln PLN (+100% R/R). Najważniejsze założenia do naszych prognoz za 2Q'19 to:

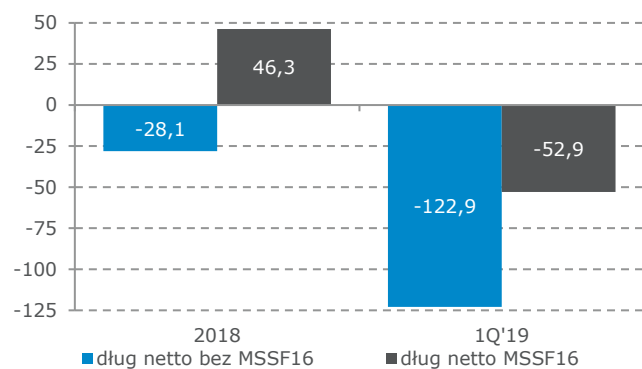
- Zakładamy kontynuację trendów z 1Q'19, tj. widoczne powinny być wysokie obroty z telekomunikacji, gdzie rozpoznane będą przychody zafakturowane jeszcze w 2018 r. (zakładamy wzrost obrotów o 30% R/R do 82,5 mln PLN) oraz w sektorze handlu i usług (wzrost obrotów o 20% R/R) dzięki wysokiej sprzedaży systemów ERP.
- Spółce trudno będzie natomiast nadrobić rezultaty w obszarze administracji publicznej, gdzie w 2Q'18 zaksięgowano istotną część wielkiego kontaktu na rejestrację rozpraw w sądach powszechnych (zakładamy spadek obrotów z 63,0 mln PLN do 36,7 mln PLN).
- Spodziewamy się, że marża brutto na sprzedaży wyniesie 24,6% i będzie niższa tylko o 1,5% p.p. R/R.
- Poziom kosztów SG&A powinien być na stabilnym poziomie R/R (56,8 mln PLN w 2Q'19 vs. 55,4 mln PLN w 2Q'18).
- Wpływ MSSF16 zakładamy na +4,6 mln PLN.
- Saldo na poz. działalności operacyjnej wyniesie +0,0 mln PLN.
- Efektywną stopę podatkową zakładamy na 23,0%.

Wynik EBITDA bez wpływu MSSF16 estymujemy na 43,2 mln PLN, co oznacza spadek o 21% R/R. Naszym zdaniem, jeśli spółka zaraportuje takie wyniki, rynek powinien odebrać je neutralnie biorąc pod uwagę (1) wysoką bazę z 2Q'18 z/w na kontakt dla administracji publicznej oraz (2) fakt, że spółka po półroczu wygenerowałaby bez MSSF16 EBITDA ok. 79,9 mln PLN, tj. + 12% wyżej R/R. Comarch ma naszym zdaniem szansę na wygenerowanie rekordowych wyników finansowych za cały 2019 r.

Sytuacja bilansowa, CAPEX, dywidenda

Suma bilansowa Comarchu na koniec 1Q'19 wyniosła 1,76 mld PLN, na co składały się aktywa trwałe w sumie 807 mln PLN i aktywa obrotowe 956 mln PLN. Gros aktywów trwałych to aktywa rzeczowe (543 mln PLN), a obrotowych to należności (361 mln PLN) i gotówka (332 mln PLN). Kapitał własny Comarchu wyniósł na 1Q'19 886 mln PLN (w tym 698 mln PLN to niepodzielony wynik finansowy z lat ubiegłych). Spółka finansuje się kredytami bankowymi, w sumie 206 mln PLN na koniec 1Q'19. Dług netto (włączając leasingi, w MSSF16) wyniósł na koniec 2018 r. 46,3 mln PLN, a na koniec 1Q'19 wykazana została gotówka netto rzędu 52,9 mln PLN. W ujęciu bez leasingów (z wyłączeniem MSSF16) Comarch wykazywałby gotówkę netto zarówno na koniec 2018, jak i 1Q'19 w wysokości odpowiednio 28,1 mln PLN i 122,9 mln PLN.

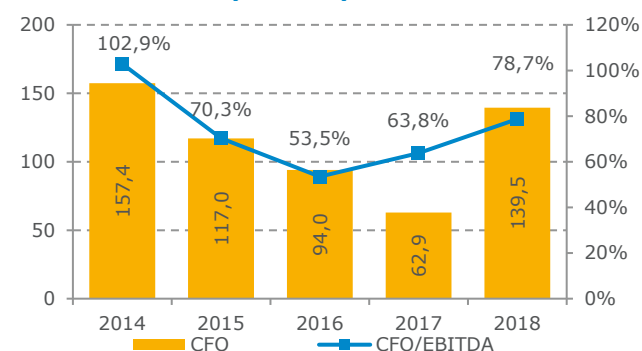
Dług netto w Comarchu na koniec 2018 i na koniec 1Q'19 (mln PLN)



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

Comarch generuje wysokie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Konwersja wyniku EBITDA na CFO była na średnim poziomie ok. 74% w ciągu ostatnich 5 lat. W 2018 r.

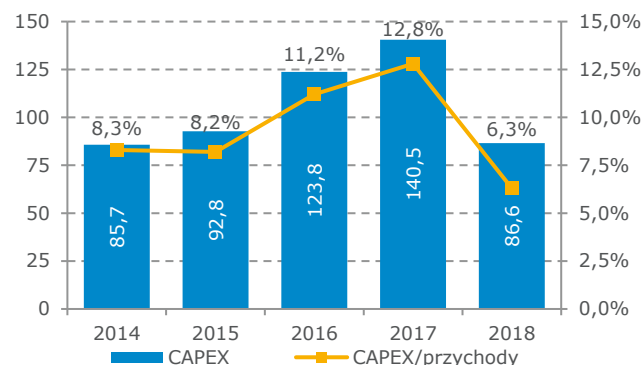
Generacja gotówki z dział. operacyjnej w Comarchu w latach 2014-2018 (mln PLN)



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

W okresie 2015-2017 spółka ponosiła wysokie nakłady na inwestycje infrastrukturalne. Zrealizowano budynek biurowy SS7 w Krakowie, budynek biurowy w Łodzi, centrum danych w Lille we Francji oraz halę produkcyjną Internet of Things Lab w budynku SSE6 w Krakowie. Od 2018 obserwujemy znacznie mniejszy poziom inwestycji infrastrukturalnych. Szacujemy, że organiczny CAPEX w Comarchu wynosi ok. 70 mln PLN. Składają się na niego także nakłady na sprzęt dla klientów pod projektu realizowane w modelu SaaS (ok.20-30 mln PLN rocznie). Comarch ponosi nakłady na prace badawczo rozwojowe. Koszty części prac są księgowane w koszty danego okresu, niekapitalizowane na bilans.

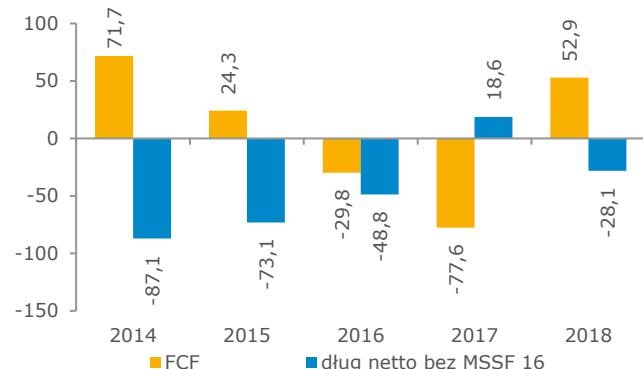
Nakłady inwestycyjne w Comarchu w okresie 2014-2018 (mln PLN)



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

W trakcie realizacji inwestycji infrastrukturalnych, Comarch zdecydował się na niewypłacanie dywidendy, chociaż naszym zdaniem spółka utrzymywała bardzo dobry poziom zadłużenia netto, jak na skalę przeprowadzanych inwestycji i mogła pozwolić sobie na wypłatę dywidendy (1,50 PLN na akcję to łącznie tylko 12,2 mln PLN, co nie jest zbytnim obciążeniem w skali grupy).

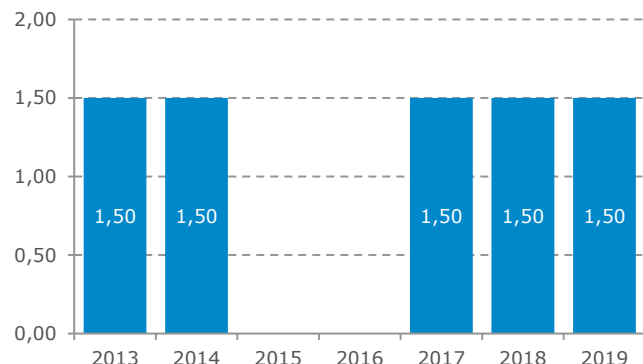
Generacja FCF w Comarchu na tle długu netto (mln PLN)



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

W związku z zakończeniem inwestycji w nieruchomości, Comarch wrócił do generacji FCF. Pomimo tego spółka nie zdecydowała się na zwiększenie dywidendy, wróciła jedynie do poziomu 1,50 PLN, który wypłacała wcześniej. Liczymy na zwiększenie skali wypłaty w kolejnych latach, niska dywidenda pozostaje dla nas jednym z głównych obszarów ryzyka w Comarchu.

Dywidenda wypłacona* w Comarchu (PLN)

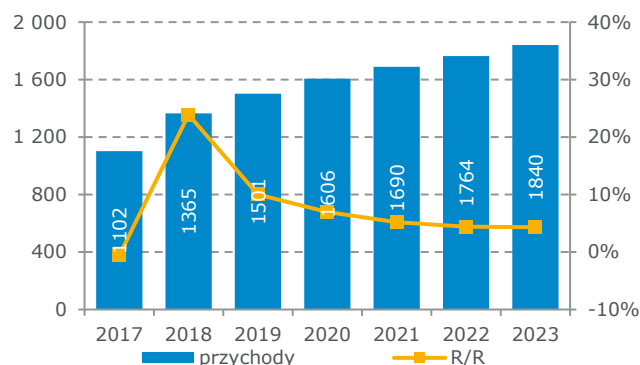


Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku, * za rok poprzedni

Prognozy finansowe

Zakładamy, że Comarch wygeneruje 1 502 mln PLN obrotów ze sprzedaży w 2019 r., co oznacza dynamikę na poziomie 10,0% R/R. Comarch w marcu br. informował, że portfel zamówień na 2019 rok jest o ok. 15% wyższy R/R. Na konferencji po 1Q'19 spółka potwierdziła, że backlog jest wyższy R/R o „solidne kilkanaście procent” R/R. Wzrostów przychodów spodziewamy się zwłaszcza w segmentach: telekomunikacja oraz handel i usługi. Comarch podkreślał publicznie, że widzi wysoki popyt na swoje rozwiązania od klientów azjatyckich. Te sektory powinny też rozwijać się najlepiej w całej grupie Comarch w nadchodzących latach. Wysokiego wzrostu obrotów upatrujemy też w przypadku sektorów przemysł oraz SME.

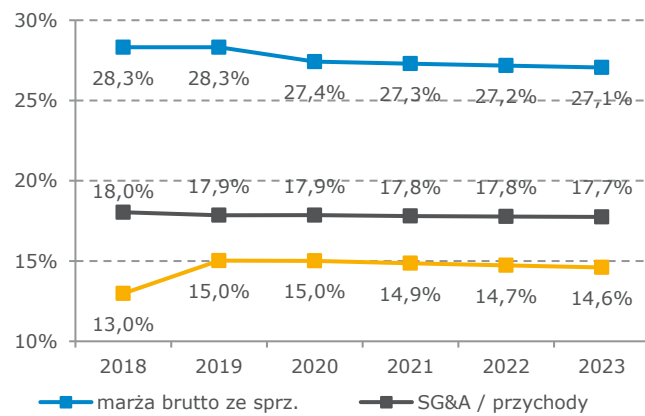
Prognoza przychodów w Comarchu



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Zakładamy, że struktura sprzedaży zmieni się na korzyść zagranicy oraz sprzedaży rozwiązań własnych, z drugiej strony z/w na MSSF16 wpływ będzie mieć tutaj większa amortyzacja. Zakładamy stabilną marżę brutto ze sprzedaży R/R w 2019 r., tj. 28,3%, co z kolei implikuje wzrost kosztów bezpośrednich sprzedaży o 10,0% R/R. Konserwatywnie przyjmujemy, że marża brutto ze sprzedaży będzie spadać delikatnie w następnych latach do 26,5% w okresie rezydualnym. Ozwierciedla to wysoką inflację kosztów pracowniczych w branży IT. Koszty SG&A powinny utrzymywać się na poziomie 17,5-18,0% sprzedaży (vs. 18,0% w 2018 r.). Comarch wykazywał w ostatnich kwartałach dość duże salda na pozostałej działalności operacyjnej (w obie strony). W 2019 r. przyjmujemy -16 mln PLN, a od 2020 r. 0 PLN. Marża wyniku EBITDA powinna wynieść 15,0% w 2019 r. i spadać do 13,9% w okresie rezydualnym. Wzrost marży z 13,0% z 2018 r. to po części rezultat wprowadzenia MSSF16.

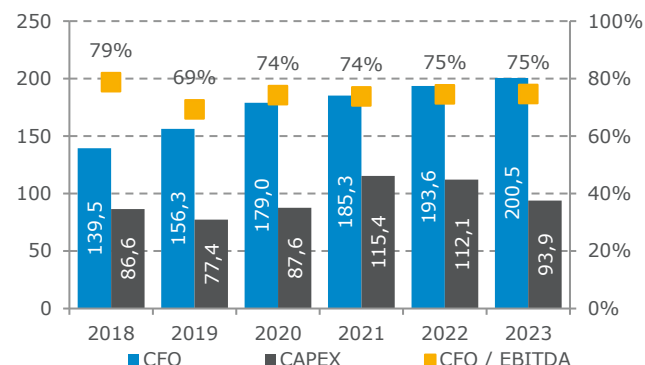
Prognoza rentowności Comarchu



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Zakładamy, że działalność finansowa netto nie powinna mieć dużego wpływu na wyniki Comarchu w kolejnych latach (zwracamy jednak uwagę, że poziom kursów walutowych ma istotne znaczenie na wyniki z/w na stosowane zabezpieczenia przez Comarch). Efektywną stopę podatkową w 2019 r. przyjmujemy na 32,4%, spada ona do 27,8% w okresie rezydualnym.

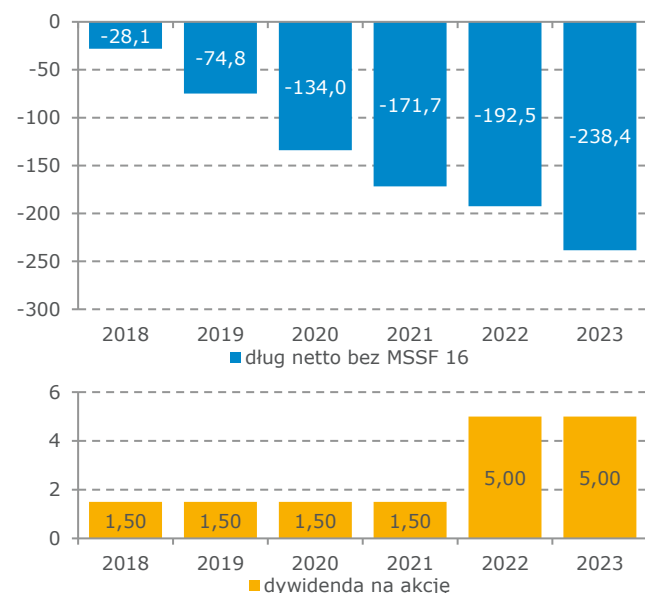
CFO i CAPEX w Comarchu - prognoza



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Comarch powinien wykazywać wysoką generację gotówki z działalności w kolejnych latach. W 1Q'19 Comarch nie realizował inwestycji infrastrukturalnych, natomiast spółka zapowiedziała nowe projekty: budowy data center w USA na które przeznaczone zostanie 5-10 mln USD oraz budowy centrum treningowego MKS Cracovia w Rącznej (nakłady rzędu 35-40 mln PLN). Stąd przyjmujemy podwyższenie CAPEX-u do ok. 120 mln PLN rocznie w latach 2020-21. Sądzymy, że Comarch będzie w stanie realizować inwestycje w nieruchomości ze środków własnych i w kolejnych latach spółka będzie utrzymywać stan gotówki netto.

Dług netto i dywidenda w Comarchu - prognoza



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Spodziewamy się, że inwestycje w nieruchomości będą powodem odsunięcia przez spółkę decyzji o wyższej dywidendzie. Przyjmujemy, że Comarch wypłaci wyższą dywidendę (zakładamy 5,00 PLN / akcję) od 2022 r. Wskazujemy jednak, że spółka ma potencjał do wypłaty wyższej dywidendy już obecnie.

Rachunek wyników*

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	1 101,6	1 364,9	1 501,5	1 606,3	1 689,5	1 764,0	1 840,1
zmiana	-0,6%	23,9%	10,0%	7,0%	5,2%	4,4%	4,3%
Koszty sprzed. prod., usług, towarów i materiałów	833,4	978,4	1 076,3	1 165,8	1 228,3	1 284,6	1 342,2
Zysk brutto na sprzedaży	268,2	386,5	425,2	440,4	461,2	479,4	497,9
Pozostałe przychody operacyjne	17,5	19,2	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty sprzedaży i marketingu	133,7	137,7	145,4	155,6	163,7	170,9	178,3
Koszty ogólnego zarządu	98,2	108,5	122,6	131,2	137,1	142,6	148,3
Pozostałe koszty operacyjne	19,3	47,6	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	34,5	112,0	141,1	153,6	160,4	165,9	171,3
marża	3,1%	8,2%	9,4%	9,6%	9,5%	9,4%	9,3%
Amortyzacja	64,2	65,2	84,5	87,5	90,6	93,9	97,4
EBITDA	98,6	177,2	225,6	241,1	251,1	259,9	268,7
marża	9,0%	13,0%	15,0%	15,0%	14,9%	14,7%	14,6%
Dział. finansowa	31,8	-13,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Udział w zyskach/stratach jedn. stowarzyszonych	-3,1	-11,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	63,2	87,0	139,1	151,6	158,4	163,9	169,3
marża	5,7%	6,4%	9,3%	9,4%	9,4%	9,3%	9,2%
Podatek	18,5	33,4	45,1	47,6	48,2	49,1	50,1
Zysk netto	43,1	51,7	94,0	104,0	110,2	114,9	119,2
marża	3,9%	3,8%	6,3%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13
EPS	5,30	6,35	11,56	12,78	13,55	14,12	14,66
CEPS	13,19	14,37	21,95	23,54	24,70	25,67	26,63
ROAE	4,9%	5,9%	10,3%	10,4%	10,0%	9,7%	9,5%
ROAA	2,9%	3,2%	5,2%	5,4%	5,3%	5,3%	5,2%

*MSSF15 od 2017 r., MSSF16 od 2019 r.

Bilans*

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
AKTYWA	1 503,1	1 740,3	1 870,2	2 005,3	2 132,2	2 231,9	2 336,3
Majątek trwały	733,0	821,2	832,1	850,2	892,9	929,1	943,7
Rzeczowe aktywa trwałe	554,8	551,1	562,2	579,5	617,7	650,2	663,6
Nieruchomości inwestycyjne	15,4	32,7	32,7	32,7	32,7	32,7	32,7
Wartość firmy	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2
Pozostałe wartości niematerialne	63,6	59,4	59,1	60,0	64,4	68,2	69,3
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	3,2	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Aktywa z tytułu odroczonego podatku doch.	34,2	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0
Pozostałe (w tym prawa do użytkowania)	19,6	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0
Majątek obrotowy	766,2	919,1	1038,1	1155,0	1239,3	1302,8	1392,7
Zapasy	114,1	97,2	108,0	118,1	125,7	132,8	140,1
Należności handlowe oraz pozostałe należności	393,1	435,4	483,4	520,7	551,4	579,6	608,8
Należne przychody z tyt. kontraktów długoter.	40,5	134,8	148,3	158,6	166,9	174,2	181,7
Pozostałe	10,6	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Środki pieniężne	208,0	245,9	292,6	351,8	389,5	410,3	456,2
PASYWA	1 503,1	1 740,3	1 870,2	2 005,3	2 132,2	2 231,9	2 336,3
Kapitał własny	880,4	876,1	957,9	1 049,7	1 147,7	1 221,9	1 300,4
Zobowiązania długoterminowe	237,5	287,3	287,3	287,3	287,3	287,3	287,3
Kredyty i pożyczki	185,6	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0
Rezerwa z tyt. odroczonego podatku doch.	6,9	43,6	43,6	43,6	43,6	43,6	43,6
Zob. finansowe wyceniane wg wartości godziwej	0,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Pozostałe zobowiązania finansowe (w tym leasing)	0,4	57,5	57,5	57,5	57,5	57,5	57,5
Inne zobowiązania	43,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Zobowiązania krótkoterminowe	385,2	576,9	625,0	668,3	697,2	722,7	748,6
Zob. handlowe oraz pozostałe zobowiązania	172,8	182,5	198,8	213,1	222,3	230,2	238,1
Zob. z tytułu bieżącego podatku doch.	5,5	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Zafakturowane przych. dot. kontraktów długoter.	30,8	163,8	180,2	195,2	205,7	215,1	224,7
Kredyty i pożyczki	39,1	40,3	40,3	40,3	40,3	40,3	40,3
Zob. finansowe wyceniane wg wartości godziwej	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe zobowiązania finansowe (w tym leasing)	0,2	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia	136,3	163,3	178,7	192,6	201,9	210,1	218,4
Dług	226,6	217,8	217,8	217,8	217,8	217,8	217,8
Dług netto	-	46,3	-0,4	-59,6	-97,3	-118,1	-164,0
Dług netto bez MSSF16	18,6	-28,1	-74,8	-134,0	-171,7	-192,5	-238,4
(Dług netto bez MSSF16 / Kapitał własny)	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
(Dług netto / EBITDA)**	0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6
BVPS	108,2	107,7	117,8	129,1	141,1	150,2	159,9

*MSSF15 od 2017 r., MSSF16 od 2018 r., ** w 2018 r. bez uwzględnienia MSSF16

Przepływy pieniężne*

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy operacyjne	61,1	180,6	156,3	179,0	185,3	193,6	200,5
Zysk netto	43,1	51,7	94,0	104,0	110,2	114,9	119,2
Amortyzacja	64,2	65,2	84,5	87,5	90,6	93,9	97,4
Dział. finansowa	-31,8	13,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	-14,4	49,9	-24,2	-14,5	-17,6	-17,2	-18,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-140,5	-86,6	-77,4	-87,6	-115,4	-112,1	-93,9
CAPEX	-140,5	-86,6	-77,4	-87,6	-115,4	-112,1	-93,9
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	69,5	-35,5	-32,2	-32,2	-32,2	-60,7	-60,7
Dług	49,9	-9,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-12,2	-12,2	-12,2	-12,2	-12,2	-40,7	-40,7
Pozostałe (w tym płatności leasingowe)	31,8	-13,9	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-9,9	58,6	46,7	59,2	37,7	20,8	45,9
Środki pieniężne na koniec okresu	208,0	245,9	292,6	351,8	389,5	410,3	456,2
DPS (PLN)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	5,0	5,0
FCF	-79,4	94,1	78,9	91,4	69,9	81,5	106,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	12,8%	6,3%	5,2%	5,5%	6,8%	6,4%	5,1%

*MSSF15 od 2017 r., MSSF16 od 2019 r.

Wskaźniki rynkowe*

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
P/E	33,7	28,1	15,4	14,0	13,2	12,6	12,2
P/CE	13,5	12,4	8,1	7,6	7,2	7,0	6,7
P/BV	1,6	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
P/S	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
FCF/EV	-5,4%	6,6%	5,4%	6,6%	5,2%	6,1%	8,3%
EV/EBITDA**	14,9	8,0	6,4	5,8	5,4	5,1	4,8
EV/EBIT**	42,6	12,7	10,3	9,1	8,4	8,0	7,5
EV/S**	1,3	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
DYield	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	2,8%	2,8%
Cena (PLN)	178,5	178,5	178,5	178,5	178,5	178,5	178,5
Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
MC (mln PLN)	1 452	1 452	1 452	1 452	1 452	1 452	1 452
EV (mln PLN)	1 470	1 424	1 451	1 392	1 355	1 334	1 288

*MSSF15 od 2017 r., MSSF16 od 2019 r. (dla pozycji z bilansu MSSF 16 od 2018 r.), ** w 2018 r. bez uwzględnienia MSSF16

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 25 lipca 2019 o godzinie 08:43.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 lipca 2019 o godzinie 08:43.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Comarch wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-04-17	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01
cena docelowa (PLN)	230,00	195,00	160,80	173,30	180,50
kurs z dnia rekomendacji	181,00	162,50	155,00	160,00	167,00

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl