

wtorek, 30 marca 2021 | aktualizacja raportu

Comarch: kupuj (podtrzymana)

CMR.PW; CMR.WA | IT, Polska

Dobre wyniki za 4Q'20, atrakcyjny poziom wskaźników

Comarch zaraportował za 4Q'20 zestaw bardzo dobrych wyników finansowych: EBITDA była wyższa R/R o >41%. Tym samym spółka osiągnęła rekordowy poziom zysku, tj. 272 mln PLN w całym 2020 roku. Ubiegły rok, pomimo pandemii, okazał się bardzo udany dla spółki. Comarch wygenerował relatywnie wysoki wzrost przychodów (+7% R/R), a jednocześnie wysoki poziom marży zysku brutto ze sprzedaży (tj. 29,5%). Dyscyplina kosztowa (poprzez spadek dynamiki zatrudnienia oraz oszczędności związane z pandemią) przełożyła się na wysoki CFO. Guidance Zarządu na 2021 rok jest mało precyzyjny: portfel zamówień spółki jest „kilka procent” wyższy R/R. Stąd, pomimo świetnych wyników za 4Q'20, podchodzimy do prognoz na 2021 rok ostrożnie. Zakładamy jedynie 4% wzrostu przychodów, a poziom marży brutto ze sprzedaży wyznaczamy na 28,2% (co odpowiada średniej z ostatnich 5 lat i jest 1,3 p.p. niżej R/R). Duży potencjał do pobicia naszych estymacji widzimy w segmencie TMT (na ten moment zakładamy stabilne obroty w 2021 r. po >10% spadku w 2020 r.). Nasza prognoza EBITDA to 252 mln PLN. Comarch jest notowany na EV/EBITDA'21 = 6,2x i P/E'21 = 16,1x. Wysokie dyskonta do peer grupy (odpowiednio 46% i 13%) nie są uzasadnione. Podnosimy poziom ceny docelowej do 267,00 PLN i podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki za 4Q'20

Wyniki Comarch za 4Q'20 wypadły znacznie powyżej naszych prognoz (+40% zaskoczenia). Przychody Comarchu w 4Q'20 wyniosły 474,0 mln PLN i były wyższe R/R o 13,8%. W 4Q'20 widoczny był spadek sprzedaży do sektora TMT oraz do sektora handel i usługi. Z kolei segment finanse i bankowość wygenerował rekordowe 78,9 mln PLN przychodów, co oznacza dynamikę rzędu aż 62,1%. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła w 4Q'20 32,9% vs. 30,0% nasze prognoza. Wyższa marża naszym zdaniem to kwestia złożenia się kilku pozytywnych czynników: przede wszystkim większej sprzedaży oprogramowania własnego, niskiego wzrostu zatrudnienia w trakcie 2020 r., niższych kosztów operacyjnych związanym z trybem pracy zdalnej i nieznacznego osłabienia się EUR vs PLN R/R w 4Q'20. Wynik EBITDA wyniósł 89,1 mln PLN, a zysk netto 51,8 mln PLN.

Outlook po 4Q'20

Na konferencji po wynikach 4Q'20 Zarząd poinformował, że wartość portfela zamówień na 2020 r. jest wyższa R/R o kilka procent. W trakcie 2020 r. Comarch obniżał dynamikę portfela zamówień z kwartału na kwartał. Zakładamy na ten moment wzrost przychodów o 4,2%. Zarząd wskazał, że dużą niepewność niesie przedłużająca się pandemia COVID-19. Przyjmujemy konserwatywne podejście. Pomimo znacznego wzrostu R/R marży brutto ze sprzedaży w 4Q'20 zakładamy jej spadek w 2021 roku (o 1,3 p.p., tj. do średniego poziomu z ostatnich 5 lat) i dalszą erozję w kolejnych latach. Widzimy szansę do odchylenia w górę do naszych prognoz. De facto przyjęliśmy stabilizację przychodów w największym segmencie Comarchu, czyli TMT (po >10% spadku R/R) oraz dalsze spadki obrotów w obszarze handel i usługi. Spółka może wygenerować większe obroty niż zakładamy w tych dwóch obszarach.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	1 437,4	1 536,3	1 601,4	1 689,7	1 766,7
EBITDA	228,3	271,9	251,7	254,2	257,7
marża EBITDA	15,9%	17,7%	15,7%	15,0%	14,6%
EBIT	143,4	186,8	163,7	163,4	163,9
Zysk netto	104,8	118,7	110,8	113,8	117,1
P/E	17,0	15,0	16,1	15,6	15,2
P/CE	9,4	8,7	9,0	8,7	8,4
P/BV	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	7,5	6,0	6,2	5,9	5,5
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%

Cena bieżąca	219,00 PLN
Cena docelowa	267,00 PLN
Kapitalizacja	1,66 mld PLN
Free float	1,08 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,8 mln PLN

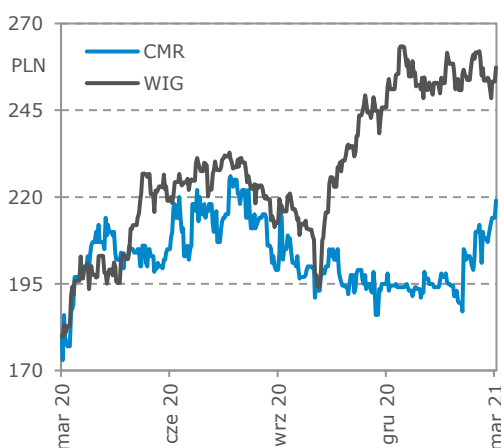
Struktura akcjonariatu

Janusz Filipiak	24,55%
Elżbieta Filipiak	10,40%
NN PTE	10,41%
MetLife PTE	10,34%
Pozostali akcjonariusze	44,29%

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	267,00	247,60	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Comarch	219,00	267,00	+21,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
Przychody	-1,1%	-0,6%	-0,2%
EBITDA	6,0%	5,8%	4,6%
Zysk netto	3,7%	6,7%	7,4%

Analityk:

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl

Czynniki ryzyka

Wpływ COVID-19 na organizację pracy

Pandemia COVID-19 ma wpływ na organizację pracy Comarchu. Spółka wdrożyła wszystkie wytyczne rekomendowane przez Główny Inspektorat Sanitarny oraz pozostałe instytucje państwowe w krajach aktywności operacyjnej grupy. Uruchomiony został na szeroką skalę tryb pracy zdalnej pracowników biurowych, a w kontaktach biznesowych powszechnie wykorzystuje zdalne metody komunikacji. Niemniej jednak potencjalny przypadek zakażonego koronawirusem może mieć wpływ na bieżącą pracę Comarchu i jego wyniki finansowe.

Wpływ COVID-19 na otoczenie rynkowe

COVID-19 ma i będzie mieć wpływ na globalną gospodarkę, a w szczególności popyt na zamówienia na produkty i usługi IT. Działalność Comarchu jest zdywersyfikowana pod względem branżowym, produktowym i geograficznym. Grupa posiada dość wysoki (>60%) udział przychodów o charakterze powtarzalnym. Niemniej jednak Comarch pozostaje spółką z pewną wrażliwością na małe i średnie przedsiębiorstwa (>20% w 2019 r.) oraz na sektor handlowo-usługowy (>17% w 2019 r.), które potencjalnie mogą w długim terminie odczuć najbardziej osłabienie koniunktury.

Wzrost kosztów pracy

Gros kosztów operacyjnych Comarchu to świadczenia pracownicze. Wynagrodzenia rosły w 2020 r. w tempie kilku procent i 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). Zmiany takie jak zniesienie ograniczenia rocznej podstawy wymiaru składek na ubezpieczenia emerytalne i rentowe podniosą bazę kosztów operacyjnych Comarchu.

Inwestycje w nieruchomości i aktywa niezwiązane z działalnością operacyjną

Comarch jest znany z inwestycji we własne powierzchnie biurowe i data centers. O ile ich część jest naszym zdaniem uzasadniona, o tyle sądzimy, że z części można by zrezygnować w miejsce większej dywidendy. Przykładem działalności niezwiązanej z IT jest także inwestycja w klub piłkarski MKS Cracovia. Comarch zapowiedział w maju'19, że zamierza zbudować nowoczesne centrum treningowe dla klubu. Z drugiej strony przyznajemy, że klubowi udało się 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 (162 mln PLN gotówki netto na koniec 2020 r. wg MSSF16). W poprzednich latach spółka utrzymywała stan gotówki netto. Comarch generuje także wysokie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Pomimo tego spółka wypłaca zaledwie 1,50 PLN (z zysku za 2019 r.) w dywidendzie. Sądzimy, że poziom wypłaty jest zbyt niski, a podejście do dywidendy zbyt konserwatywne.

Ryzyko roszczeń w zawieranych umowach

Comarch zawiera w swoich umowach (standard rynkowy) klauzule dotyczące niewłaściwego wykonania. Istnieje ryzyko, że kontrahenci skorzystają z udzielonych im gwarancji dobrego wykonania lub przysługujących im kar umownych. Przykładem mogą być działania ZUS z 2018 r.

Kursy walutowe

Istotna część przychodów Comarch jest generowana w EUR i USD, stąd wysoki kurs PLN 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 ofertę 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 często podaje wartość portfela zamówień w przybliżeniu.

Wycena

Wartość Comarch szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Comarchu szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 267,00 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	40%	307,58
Wycena DCF	60%	213,20
	cena wynikowa	250,95
	cena docelowa za 9 m-cy	267,00

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Comarch w latach 2021-2030.
- 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 gotówki netto na koniec 2020 roku w standardzie MSSF16, tj.

162 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)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2030+
Przychody ze sprzedaży	1 601	1 690	1 767	1 840	1 909	1 976	2 044	2 112	2 183	2 254	
zmiana	4,2%	5,5%	4,6%	4,2%	3,7%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,2%	
EBITDA	251,7	254,2	257,7	263,6	266,5	268,6	269,5	270,0	269,7	268,5	
marża EBITDA	15,7%	15,0%	14,6%	14,3%	14,0%	13,6%	13,2%	12,8%	12,4%	11,9%	
EBIT	163,7	163,4	163,9	166,4	165,8	164,3	162,1	160,1	157,7	154,5	
marża EBIT	10,2%	9,7%	9,3%	9,0%	8,7%	8,3%	7,9%	7,6%	7,2%	6,9%	
Opodatkowanie EBIT	44,2	44,1	44,2	44,9	44,8	44,4	43,8	43,2	42,6	41,7	
efektywna stopa podatkowa	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	
NOPLAT	119,5	119,3	119,6	121,5	121,0	119,9	118,3	116,9	115,1	112,8	
CAPEX	-99,0	-102,9	-81,7	-75,7	-77,3	-79,1	-82,1	-84,4	-89,5	-94,4	
Kapitał obrotowy	-8,9	-15,2	-13,8	-14,0	-14,2	-14,7	-15,3	-16,0	-16,9	-17,5	
FCF	99,5	92,0	118,0	129,0	130,3	130,5	128,3	126,4	120,6	114,9	117,2
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
współczynnik dyskonta	93,9%	86,6%	79,8%	73,5%	67,7%	62,4%	57,5%	53,0%	48,8%	45,0%	
PV FCF	93,5	79,6	94,1	94,8	88,2	81,4	73,8	66,9	58,9	51,7	

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	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
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)	1 796
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	808
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	783
Wartość firmy (EV)	1 591
Dług netto (koniec 2019, MSSF16)	-162
Inne aktywa nieoperacyjne	0
Udziałowcy mniejszościowi	19
Liczba akcji skorygowana (mln)	1 734
Wartość kapitałów wł. na akcję (PLN)	213,2
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	226,8

EV/EBITDA('21) dla ceny docelowej	6,3
P/E('21) dla ceny docelowej	15,7
Udział TV w EV	51%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0 p.p.	240,3	250,5	262,4	276,7	294,2
WACC +0,5 p.p.	225,1	233,4	243,1	254,6	268,4
WACC	211,9	218,8	226,8	236,1	247,1
WACC -0,5 p.p.	200,2	206,1	212,7	220,4	229,4
WACC -1,0 p.p.	190,0	194,9	200,5	206,9	214,3

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E z równymi wagami. Dla lat 2021, 2022 i 2023 przyjmujemy równe wagi.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Sap AG	15,2	14,3	13,4	21,7	20,7	19,0
Oracle Corp	11,2	10,9	10,4	15,1	14,0	13,0
CAP Gemini	11,8	10,9	10,2	18,7	16,4	15,0
Sage Group PLC	16,1	14,8	13,7	25,7	23,5	21,1
Atos	5,5	5,1	4,9	9,1	8,2	7,5
Software AG	14,9	12,2	9,7	26,1	20,8	16,0
Indra Sistemas	6,6	5,9	5,5	11,4	9,3	7,7
Fiserv Inc	16,0	14,5	13,7	22,8	19,4	17,0
Computacenter PLC	8,8	8,6	8,4	18,2	17,5	16,7
Asseco Poland	4,6	4,5	-	14,1	13,9	-
Maksimum	16,1	14,8	13,7	26,1	23,5	21,1
Minimum	4,6	4,5	4,9	9,1	8,2	7,5
Mediana	11,5	10,9	10,2	18,5	17,0	16,0
Comarch	6,2	5,9	5,1	16,1	15,6	15,2
Premia (dyskonto)	-46,0%	-45,7%	-50,3%	-13,0%	-7,9%	-5,2%
Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	382,7	374,7	367,5	251,6	237,7	231,0
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wartość firmy na akcję (PLN)	307,6					

Ostatnie wydarzenia

Wyniki w 4Q'20

Comarch zaraportował zestaw bardzo mocnych wyników finansowych za 4Q'20. Wyniki wypadły znacznie powyżej naszych prognoz (+40% zaskoczenia). Przychody Comarchu w 4Q'20 wyniosły 474,0 mln PLN i były wyższe R/R o 13,8%. W rozbiciu rodzajowym: Comarch wygenerował 344,3 mln PLN z usług i 91,1 mln PLN z software'u własnego.

Sprzedaż Comarch wg rodzaju w 4Q'20 i 4Q'19

(mln PLN)	4Q'20	4Q'19	dynamika
Usługi IT	344,3	302,8	13,7%
Software własny	91,1	75,4	20,8%
Software obcy	4,4	6,2	-29,0%
Wyroby gotowe	9,3	6,7	38,8%
Hardware obcy	11,6	11,5	0,9%
Pozostałe	13,3	13,9	-4,3%

Zródło: Comarch, mBank

W 4Q'20 widoczny był spadek sprzedaży do sektora TMT oraz do sektora handel i usługi. Przychody TMT wyniosły 88,0 mln PLN w 4Q'20 (-3,9% R/R), co oznacza że spadki obrotów w tym obszarze spowolniły (vs. -42% R/R w 2Q'20 i -16% R/R w 3Q'20). Zarząd poinformował, że spadki sprzedaży (podobnie jak w poprzednich dwóch kwartałach) w największym segmencie Comarchu (TMT) były wywołane zakończeniem w 2Q'20 realizacji kilku dużych kontraktów w Ameryce Płd. Segmentem przychodów, który najbardziej nas zaskoczył był finanse i bankowość. Sektor wygenerował 78,9 mln PLN przychodów, co oznacza dynamikę rzędu aż 62,1%. To pochodna rozwoju Comarchu na nowych rynkach zbytu, głównie w Azji. Zwracamy także uwagę, że negatywny wpływ COVID-19 na przychody w 4Q'20 nie był widoczny. Sektory: MSP Polska oraz MSP DACH radziły sobie dość dobrze (dynamika R/R przychodów na poziomie odpowiednio +12,5% oraz +23,0%).

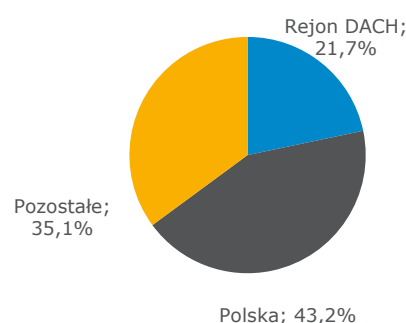
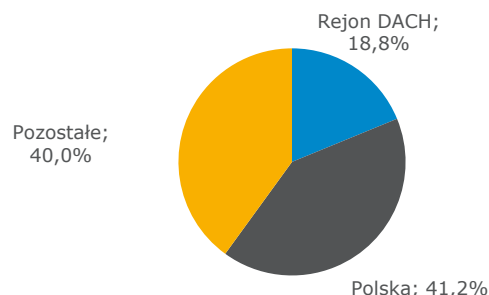
Sprzedaż Comarch wg sektorów w 4Q'20 i 4Q'19

(mln PLN)	4Q'20	4Q'19	dynamika
TMT	88,0	91,6	-3,9%
Finanse i bankowość	78,9	48,7	62,1%
Handel i usługi	64,8	76,6	-15,4%
Przemysł & Utilities	53,1	52,7	0,7%
Sektor publiczny	56,4	34,2	64,7%
MSP Polska	75,5	67,1	12,5%
MSP Dach	36,5	29,7	23,0%
Medycyna	11,1	5,9	87,6%
Pozostałe	9,7	10,0	-3,5%

Zródło: Comarch, mBank

W 4Q'20 grupa osiągnęła 205,3 mln PLN przychodów ze sprzedaży krajowej (tj. o +14,2% więcej R/R). Sprzedaż zagraniczna wyniosła w tym okresie 268,7 mln PLN (+13,5% R/R). Sprzedaż zagraniczna stanowiła w 4Q'20 56,7% całkowitych przychodów Grupy (vs. 56,8% w 4Q'19).

Geograficzna struktura sprzedaży Comarch w 4Q'20 (górny wykres) i 4Q'19 (dolny wykres)



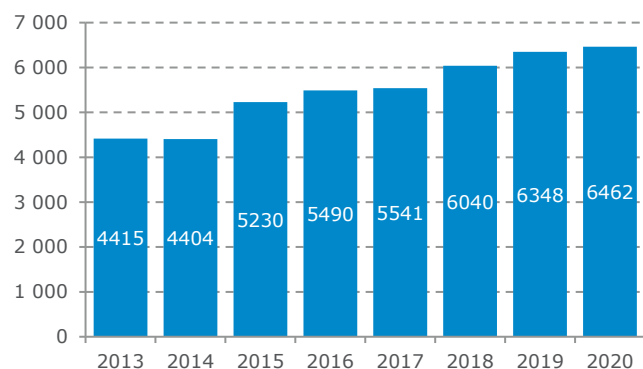
Zródło: Comarch, mBank

Marża brutto ze sprzedaży wyniosła w 4Q'20 32,9% vs. 30,0% nasze wcześniejsza prognoza oraz 25,9% w 4Q'19. Wyższa marża naszym zdaniem to kwestia złożenia się kilku pozytywnych czynników: przede wszystkim większej sprzedaży oprogramowania własnego, niskiego wzrostu zatrudnienia w trakcie 2020 r., niższych kosztów operacyjnych związanych z trybem pracy zdalnej i nieznacznego osłabienia się EUR vs PLN R/R w 4Q'20.

Koszty SG&A wyniosły 91,1 mln PLN (+7,6% R/R). Saldo na pozostałej działalności było na poziomie +4,1 mln PLN (w tym odpisy na należności wątpliwe obciążały wynik na 2,6 mln PLN). Wynik EBITDA wyniósł 89,1 mln PLN i był wyższy od naszych oczekiwań o 40,2%. Zysk netto był na poziomie 51,8 mln PLN.

W 2020 roku wielkość zatrudnienia w grupie zwiększyła się niewiele, o 1,8%. Na koniec 4Q'20 Comarch zatrudniał 6 462 osób. Fundusz płac podstawowych w grupie Comarch w 2020 roku był o 5,4% wyższy R/R (spowolnienie dynamiki vs. poprzednie lata).

Wielkość zatrudnienia w grupie Comarch



Źródło: Comarch, mBank

Zwracamy uwagę na wysoką generację gotówki: w ciągu 2020 roku CFO Comarchu wyniósł 293,3 mln PLN (vs. 169,0 mln PLN w 2019 roku). To efekt dużego dodatniego salda na kapitale obrotowym (zmiana stanu należności na plus na +63,9 mln PLN oraz zobowiązań na +31,6 mln PLN), wywołany celowymi zabiegami Comarchu dążącego w pandemicznym roku do zakumulowania jak największej ilości gotówki w spółce.

W 2020 roku CAPEX Comarchu wyniósł 87,4 mln PLN, z czego ok. 39,7 mln PLN zainwestowane było w nieruchomości (w tym obszarze największą inwestycją była budowa centrum treningowego dla KS Cracovia). Istotną częścią nakładów inwestycyjnych był też zakup środków trwałych (w tym zwłaszcza sprzętu) pod pracę zdalną. W kwietniu'20 grupa przeprowadziła akwizycję spółki 2CSI, działającej we Francji w obszarze e-zdrowie. Wartość akwizycji wyniosła 2,1 mln EUR.

Wyniki za 4Q'20

(mln PLN)	4Q'20	4Q'19
Przychody	474,0	416,5
COGS	-318,0	-308,7
Zysk brutto na sprzedaży	156,0	107,7
marża	32,9%	25,9%
SG&A	-91,1	-84,7
Poz. dział. operac.	4,1	8,0
EBIT	68,9	31,0
marża	14,5%	7,4%
Dział. finansowa	-8,6	11,3
Podatek	-9,9	-7,5
Udziały niekon.	-1,3	-0,3
Zysk netto	51,8	35,2
Amortyzacja	20,2	21,0
EBITDA	89,1	52,0
marża	18,8%	12,5%

Źródło: Comarch

Outlook po wynikach 4Q'20

- Na konferencji po wynikach 4Q'20 Zarząd poinformował, że wartość portfela zamówień na 2020 r. jest wyższa R/R o kilka procent. W trakcie 2020 r. Comarch obniżał dynamikę portfela zamówień z kwartału na kwartał. Zakładamy na ten moment wzrost przychodów o 4,2%.
- Zarząd wskazał, że dużą niepewność niesie przedłużająca się pandemia COVID-19. Ubytek po zakończeniu dużego kontaktu w TMT w rejonie Ameryki Płd. naszym zdaniem będzie trudno nadrobić.
- Konserwatywnie (pomimo znacznego wzrostu R/R w 4Q'20) zakładamy spadek marży brutto w 2021 roku (o 1,3 p.p., tj. do średniego poziomu z ostatnich 5 lat) i dalszą erozję w kolejnych latach. Dość niska dynamika przychodów, a z drugiej strony presja na wynagrodzenia w branży IT, mogą powodować presję na rentowność EBITDA.
- Zakładamy wzrost kosztów SG&A. Po ustąpieniu obostrzeń związanych z pandemią, Comarch zwiększy naszym zdaniem skalę wydatków w tym obszarze.
- Ostatecznie nasza nowa prognoza EBITDA wynosi 251,7 mln PLN, co oznacza dynamikę rzędu -7,4%. Jesteśmy konserwatywni i widzimy szansę do odchylenia w górę do naszych prognoz. De facto przyjęliśmy stabilizację przychodów w największym segmencie Comarchu, czyli TMT (po >10% spadku R/R) oraz dalsze spadki obrotów w obszarze handel i usługi. Spółka może wygenerować większe obroty niż zakładamy w tych dwóch obszarach.

Zmiana prognoz

(mln PLN)	Obecna prognoza	Stara prognoza
Przychody'21	1 601	1 620
EBITDA'21	252	238
Zysk netto'21	111	107

Źródło: mBank

Rachunek wyników

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	1 437,4	1 536,3	1 601,4	1 689,7	1 766,7	1 840,0	1 908,6
zmiana	5,0%	6,9%	4,2%	5,5%	4,6%	4,2%	3,7%
Koszty sprzed. prod., usług, towarów i materiałów	1 016,7	1 083,8	1 150,4	1 221,0	1 281,4	1 337,2	1 389,6
Zysk brutto na sprzedaży	420,7	452,5	451,1	468,8	485,2	502,9	519,0
Pozostałe przychody operacyjne	34,3	51,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty sprzedaży i marketingu	145,5	143,2	151,5	163,9	173,1	181,6	189,8
Koszty ogólnego zarządu	127,9	126,8	131,3	138,5	146,8	154,9	163,4
Pozostałe koszty operacyjne	38,2	47,4	4,5	3,0	1,5	0,0	0,0
EBIT	143,4	186,8	163,7	163,4	163,9	166,4	165,8
marża	10,0%	12,2%	10,2%	9,7%	9,3%	9,0%	8,7%
Amortyzacja	84,9	85,1	87,9	90,7	93,9	97,2	100,7
EBITDA	228,3	271,9	251,7	254,2	257,7	263,6	266,5
marża	15,9%	17,7%	15,7%	15,0%	14,6%	14,3%	14,0%
Dział. finansowa	-1,0	-26,5	-12,0	-7,5	-3,5	-3,5	-3,5
Udział w zyskach/stratach jedn. stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	142,4	160,3	151,7	155,9	160,4	162,9	162,3
marża	9,9%	10,4%	9,5%	9,2%	9,1%	8,9%	8,5%
Podatek	36,9	41,7	41,0	42,1	43,3	44,0	43,8
Zysk netto	104,8	118,7	110,8	113,8	117,1	118,9	118,5
marża	7,3%	7,7%	6,9%	6,7%	6,6%	6,5%	6,2%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13
EPS	12,89	14,60	13,62	13,99	14,39	14,62	14,57
CEPS	23,33	25,06	24,43	25,15	25,93	26,57	26,95
ROAE	11,4%	11,5%	9,7%	9,1%	8,7%	8,2%	7,8%
ROAA	5,9%	6,2%	5,4%	5,2%	5,0%	4,9%	4,7%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
AKTYWA	1 842,7	1 966,9	2 093,6	2 219,0	2 342,1	2 439,1	2 536,5
Majątek trwały	796,7	811,6	848,3	880,6	888,2	895,5	900,1
Rzeczowe aktywa trwałe	539,6	564,5	611,7	655,1	674,4	694,4	712,4
Nieruchomości inwestycyjne	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6
Wartość firmy	40,7	40,7	40,7	40,7	40,7	40,7	40,7
Pozostałe wartości niematerialne	56,3	46,3	35,8	24,7	12,9	0,3	-13,1
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Aktywa z tytułu odroczonego podatku doch.	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0
Pozostałe (w tym prawa do użytkowania)	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9
Majątek obrotowy	1046,0	1155,3	1245,4	1338,5	1453,9	1543,5	1636,4
Zapasy	90,7	99,2	106,2	113,2	119,6	126,1	132,5
Należności handlowe oraz pozostałe należności	430,2	462,7	494,6	524,1	551,4	579,9	608,8
Należne przychody z tyt. kontraktów długoter.	193,9	206,5	218,5	229,3	238,8	248,5	258,1
Pozostałe	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Środki pieniężne	322,7	378,4	417,6	463,4	535,6	580,5	628,5

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
PASYWA	1 842,7	1 966,9	2 093,6	2 219,0	2 342,1	2 439,1	2 536,5
Kapitał własny	970,8	1 053,2	1 147,8	1 242,3	1 339,2	1 409,7	1 482,4
Zobowiązania długoterminowe	257,4	257,4	257,4	257,4	257,4	257,4	257,4
Kredyty i pożyczki	141,7	141,7	141,7	141,7	141,7	141,7	141,7
Rezerwa z tyt. odroczonego podatku doch.	48,7	48,7	48,7	48,7	48,7	48,7	48,7
Zob. finansowe wyceniane wg wartości godziwej	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Pozostałe zobowiązania finansowe (w tym leasing)	59,0	59,0	59,0	59,0	59,0	59,0	59,0
Inne zobowiązania	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Zobowiązania krótkoterminowe	614,6	656,3	688,4	719,3	745,5	772,1	796,7
Zob. handlowe oraz pozostałe zobowiązania	191,8	205,4	215,6	225,3	233,2	241,2	248,4
Zob. z tytułu bieżącego podatku doch.	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Zafakturowane przych. dot. kontraktów długoter.	172,8	187,0	198,3	209,3	218,8	228,6	237,8
Kredyty i pożyczki	41,1	41,1	41,1	41,1	41,1	41,1	41,1
Zob. finansowe wyceniane wg wartości godziwej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania finansowe (w tym leasing)	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia	180,4	194,2	204,9	215,2	223,9	232,7	240,9
Dług	189,7	189,7	189,7	189,7	189,7	189,7	189,7
Dług netto	-58,3	-114,0	-153,2	-199,0	-271,2	-316,1	-364,1
Dług netto bez MSSF16	-133,0	-188,7	-227,9	-273,7	-345,9	-390,8	-438,8
(Dług netto bez MSSF16 / Kapitał własny)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
(Dług netto / EBITDA)**	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-1,1	-1,3	-1,4
BVPS	119,4	129,5	141,1	152,7	164,7	173,3	182,3

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy operacyjne	169,0	293,3	199,4	202,1	205,9	210,9	213,4
Zysk netto	104,8	118,7	118,6	121,9	125,4	126,0	126,1
Amortyzacja	84,9	85,1	87,9	90,7	93,9	97,2	100,7
Dział. finansowa	6,5	11,6	12,0	7,5	3,5	3,5	3,5
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	19,1	111,3	-19,1	-18,1	-16,9	-15,7	-16,9
Pozostałe	-46,4	-33,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-34,3	-96,7	-99,0	-102,9	-81,7	-75,7	-77,3
CAPEX	-45,0	-87,4	-99,0	-102,9	-81,7	-75,7	-77,3
Pozostałe	10,7	-9,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-58,4	-75,1	-43,8	-39,3	-35,3	-63,7	-63,7
Dług	-31,0	-41,2	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)	-15,2	-21,7	-31,6	-27,1	-23,1	-23,1	-23,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	76,3	121,5	56,7	60,0	88,9	71,5	72,4
Środki pieniężne na koniec okresu	322,7	447,8	504,5	564,5	653,4	724,9	797,3
DPS (PLN)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	5,0	5,0
FCF	119,5	174,9	68,9	72,2	101,1	112,2	113,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	3,1%	5,7%	6,2%	6,1%	4,6%	4,1%	4,0%

Wskaźniki rynkowe

	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	17,0	15,0	16,1	15,6	15,2	15,0	15,0
P/CE	9,4	8,7	9,0	8,7	8,4	8,2	8,1
P/BV	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
P/S	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
FCF/EV	6,9%	10,8%	4,6%	4,4%	6,7%	7,9%	8,4%
EV/EBITDA	7,5	6,0	6,2	5,9	5,5	5,1	4,8
EV/EBIT	12,0	8,7	9,5	9,2	8,7	8,1	7,8
EV/S	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
DYield	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	2,3%	2,3%
Cena (PLN)	219,0	219,0	219,0	219,0	219,0	219,0	219,0
Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
MC (mln PLN)	1 781	1 781	1 781	1 781	1 781	1 781	1 781
EV (mln PLN)	1 723	1 619	1 560	1 505	1 422	1 356	1 288

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 Biura maklerskiego mBank:

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. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, 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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 przedstawione 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, Sygnity, 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.

mBank S.A. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzanie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 30 marca 2021 o godzinie 08:34. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 marca 2021 o godzinie 08:40.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, 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 Biura 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 Biurze 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 Biura 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
Comarch

rekomendacja	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-09-29	2020-05-13
cena docelowa (PLN)	247,60	220,30
kurs z dnia rekomendacji	204,00	210,00

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@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 Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl