

poniedziałek, 25 listopada 2019 | aktualizacja raportu

Comarch: kupuj (podtrzymana)

CMR.PW; CMR.WA | IT, Polska

Dobre wyniki za 3Q'19, istotne dyskonto do peersów

Comarch zaraportował zestaw bardzo dobrych wyników za 3Q'19, istotnie powyżej oczekiwań rynku. Wynik EBITDA skorygowany o wprowadzenie MSSF16, rozwiązanie rezerwy na ZUS i korzystny układ walut jest wyższy R/R aż o 41%. To głównie efekt pozytywnych zmian w strukturze sprzedaży Comarchu. Grupa zwiększyła swoją ekspozycję na rynki zagraniczne, umocniła swoją pozycję w szybko rosnących segmentach: TMT, handel i usługi oraz jednocześnie zmniejszyła ekspozycję na polski sektor publiczny, pod presją wyborów parlamentarnych w 2H'19. Po wynikach za 3Q'19 korygujemy nasze prognozy w górę na linii EBITDA, jak i zysk netto. Nasza prognoza zysku EBITDA na lata 2019/20 jest wyższa od konsensusu Bloomberg o 10-11%. Comarch jest notowany obecnie na EV/EBITDA'19/'20 na poziomie 5,9x i 5,7x, tj. z odpowiednio 40%/40% dyskontem do spółek porównywalnych. Patrząc na momentum wynikowe, dyskonto powinno istotnie zmniejszyć się w najbliższym czasie. Aktualizujemy nasz model wyceny po wynikach 3Q'19. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 250,00 PLN, co implikuje prawie 32% potencjał wzrostu, dlatego podtrzymujemy rekomendację kupuj dla walorów Comarchu.

Bardzo dobre wyniki za 3Q'19

Przychody Comarchu w 3Q'19 wyniosły 354,5 mln PLN i były wyższe R/R o 2,7%. Widoczne były istotne zmiany struktury sprzedaży, które pozytywnie przekładają się na poziom rentowności grupy Comarch. Po pierwsze widoczny był istotny wzrost obrotów ze sprzedaży zagranicznej w miejsce spadku sprzedaży krajowej (aż o 14,8p.p.). Po drugie kluczowe segmenty w Comarch: TMT oraz handel i usługi zwiększyły swój udział w obrotach o 6,9p.p. w całości obrotów, przy jednoczesnym spadku ekspozycji na polski sektor publiczny. Zaobserwować można było także zmianę struktury rodzajowej sprzedaży na korzyść rozwiązań własnych i usług (spadek oprogramowania i sprzętu obcego do 2,1% z 8,0% w 3Q'18). Wynik EBITDA w 3Q'19 wyniósł 89,9 mln PLN. Po oczyszczeniu o (1) wprowadzenie standardu MSSF16, (2) rozwiązanie rezerwy na ZUS w wysokości 24,2 mln PLN oraz (3) wpływ korzystnego układu kursów walutowych, skorygowaną EBITDA szacujemy na 54,0 mln PLN, co oznacza wzrost R/R aż o 41%.

Pozytywny outlook w średnim terminie

Na konferencji po wynikach 3Q'19 Zarząd poinformował, że wartość portfela zamówień na 2019 r. jest wyższa R/R o ok. 7-9%. Portfel zamówień na kolejny rok jest wyższy R/R o kilka procent. Zarząd wskazywał, że liczy na kilka przetargów o większej skali z sektora publicznego w nadchodzącym czasie. W średnim i długim terminie jednym z głównych motorów napędowych grupy ma być segment TMT. Zarząd wskazał na nadchodzące zakończenie dużego wdrożenia produktów pod 5G na rynku Korei Południowej, co ma otworzyć drogę do następnych kontraktów w tym obszarze. Zwracamy uwagę, że Comarch wykazuje konsekwentną poprawę rentowności brutto ze sprzedaży od początku 2018 r.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 101,6	1 364,9	1 476,1	1 590,2	1 677,7
EBITDA	98,6	177,2	260,1	257,5	267,3
marża EBITDA	9,0%	13,0%	17,6%	16,2%	15,9%
EBIT	34,5	112,0	175,6	170,0	176,7
Zysk netto	43,1	51,7	112,3	117,2	121,9
P/E	35,8	29,8	13,7	13,2	12,6
P/CE	14,4	13,2	7,8	7,5	7,3
P/BV	1,8	1,8	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA	15,8	8,5	5,9	5,7	5,3
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

Cena bieżąca	189,50 PLN
Cena docelowa	250,00 PLN
Kapitalizacja	1,43 mld PLN
Free float	938 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,5 mln PLN

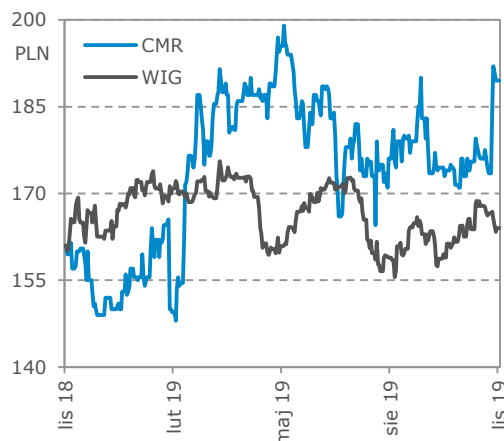
Struktura akcjonariatu

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	250,00	231,00	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Comarch	189,50	250,00	+31,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
	Przychody	-1,7%	-1,0%
EBITDA	+15,3%	+6,8%	+6,5%
Zysk netto	+19,5%	+12,7%	+10,6%

Analityk:

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@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). Do niedawna rząd chciał 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 = 0,0x 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 dotyczące niewłaściwego wykonania. Istnieje ryzyko, że kontrahenci skorzystają z udzielonych im gwarancji dobrego wykonania lub przysługujących im kar umownych. Przykładem mogą być 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 w 2018 r. Po negocjacjach Comarchowi udało się zawrzeć ugodę z ZUS.

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 ofertę złożył Comarch (242 mln PLN), następnie było Asseco Poland (z ofertą niemal równą budżetowi zamawiającego), a najwyżej 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 rozbiciem 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 Comarch szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Comarchu szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 250,00 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	259,01
Wycena DCF	50%	211,02
	cena wynikowa	235,02
	cena docelowa za 9 m-cy	250,00

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	1 476	1 590	1 678	1 752	1 828	1 905	1 979	2 045	2 108	2 173	
zmiana	8,1%	7,7%	5,5%	4,4%	4,3%	4,2%	3,9%	3,3%	3,1%	3,1%	
EBITDA	260,1	257,5	267,3	277,7	288,1	297,9	304,7	309,5	313,2	316,2	
marża EBITDA	17,6%	16,2%	15,9%	15,9%	15,8%	15,6%	15,4%	15,1%	14,9%	14,5%	
EBIT	175,6	170,0	176,7	183,8	190,7	196,9	200,0	200,8	200,3	199,2	
marża EBIT	11,9%	10,7%	10,5%	10,5%	10,4%	10,3%	10,1%	9,8%	9,5%	9,2%	
Opodatkowanie EBIT	50,2	50,3	52,3	54,0	55,7	57,1	57,6	57,4	56,9	56,2	
efektywna stopa podatkowa	28,6%	29,6%	29,6%	29,4%	29,2%	29,0%	28,8%	28,6%	28,4%	28,2%	
NOPLAT	125,4	119,7	124,4	129,7	135,0	139,8	142,4	143,4	143,4	143,0	
CAPEX	-69,6	-96,1	-119,0	-115,8	-92,6	-96,2	-97,0	-97,5	-98,9	-99,5	
Kapitał obrotowy	-45,1	-9,7	-19,1	-19,3	-20,4	-21,6	-22,1	-22,0	-23,0	-24,9	
FCF	95,3	101,4	77,0	88,6	119,4	123,0	128,0	132,6	134,4	135,7	138,4
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	98,8%	91,1%	84,0%	77,4%	71,3%	65,7%	60,6%	55,8%	51,5%	47,4%	
PV FCF	94,2	92,4	64,6	68,6	85,2	80,8	77,6	74,1	69,2	64,3	
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	28,6%	29,6%	29,6%	29,4%	29,2%	29,0%	28,8%	28,6%	28,4%	28,2%	28,4%
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)	2 129
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 010
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	771
Wartość firmy (EV)	1 781
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)	211,0
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	224,5

EV/EBITDA('19) dla ceny docelowej	6,8
P/E('19) dla ceny docelowej	15,3
Udział TV w EV	57%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0 p.p.	237,3	249,8	264,6	282,4	304,1
WACC +0,5 p.p.	220,4	230,8	242,9	257,2	274,4
WACC	205,7	214,4	224,5	236,2	250,0
WACC -0,5 p.p.	193,0	200,3	208,7	218,4	229,7
WACC -1,0 p.p.	181,7	188,0	195,1	203,2	212,6

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E z równymi wagami. Dla lat 2019, 2020 i 2021 przyjmujemy równe wagi. Wyniki za 2019 r. korygujemy o rozwiązanie rezerwy na ZUS w wysokości 24,2 mln PLN.

Analiza porównawcza

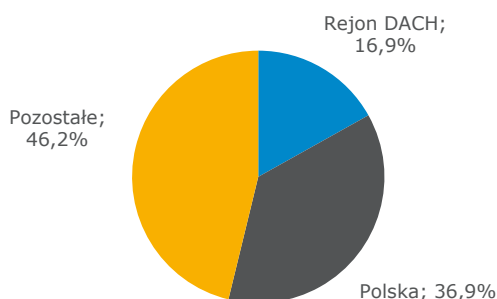
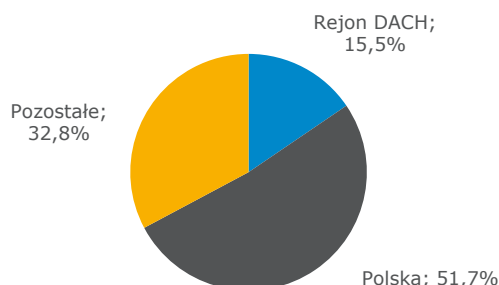
	EV/EBITDA			P/E		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Sap AG	18,8	16,3	14,6	24,6	22,2	19,8
Oracle Corp	11,2	10,7	10,5	16,4	14,5	13,4
CAP Gemini	9,6	9,1	8,6	17,0	15,4	14,2
Sage Group PLC	16,8	16,3	15,2	24,9	24,3	22,6
Atos	7,5	7,2	6,7	8,9	8,3	7,7
Software AG	7,8	8,6	8,2	13,0	14,4	13,7
Indra Sistemas	6,9	6,6	6,2	12,4	10,7	9,6
Fiserv INC	26,1	18,8	16,0	28,6	23,2	19,6
Computacenter PLC	10,0	9,8	9,6	16,8	16,3	15,8
Asseco Poland	5,3	5,1	5,0	14,2	13,9	13,5
Maksimum	26,1	18,8	16,0	28,6	24,3	22,6
Minimum	5,3	5,1	5,0	8,9	8,3	7,7
Mediana	9,8	9,5	9,1	16,6	15,0	13,9
Comarch	5,9	5,7	5,3	13,7	13,2	12,6
Premia (dyskonto)	-39,8%	-39,8%	-41,7%	-17,3%	-12,1%	-9,2%
Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	294,5	317,7	323,7	193,9	215,5	208,6
Waga wskaźnika	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Wartość firmy na akcję (PLN)	259,0					

Ostatnie wydarzenia

Wyniki w 3Q'19

Przychody Comarchu w 3Q'19 wyniosły 354,5 mln PLN i były wyższe R/R o 2,7%. Widoczny był (1) istotny wzrost obrotów ze sprzedaży zagranicznej w miejsce spadku sprzedaży krajowej, ale także (2) wzrost kluczowych segmentów Comarch: TMT oraz handel i usługi w całości obrotów, przy jednoczesnym spadku ekspozycji na polski sektor publiczny. Co więcej zaobserwowaliśmy (3) zmianę struktury rodzajowej sprzedaży na korzyść rozwiązań własnych i usług. Wszystkie trzy powyższe trendy pozytywnie przekładają się na poziom rentowności grupy Comarch. W 3Q'19 dość korzystny dla Comarchu był też układ walut: średni kurs USD vs. PLN był wyższy R/R o 4,9% (EUR o 0,3%).

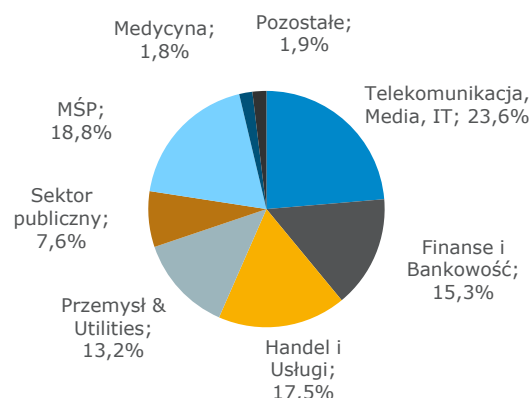
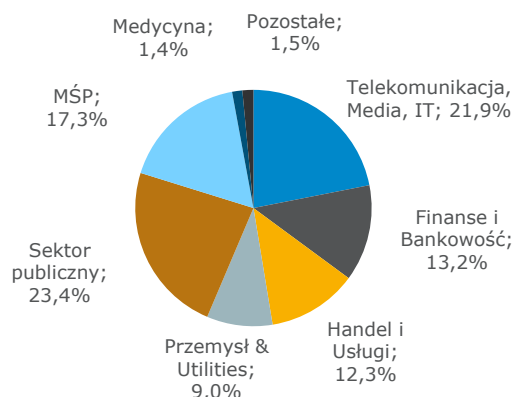
Geograficzna struktura sprzedaży Comarch w 3Q'18 i 3Q'19



Źródło: Comarch

Sprzedaż eksportowa wzrosła R/R w 3Q'19 o 56,9 mln PLN (tj. 34,1%). Głównym powodem była dużo większa sprzedaż rozwiązań IT dla sektora handlowo-usługowego oraz firm przemysłowych w krajach europejskich oraz w Azji. Z kolei sprzedaż krajowa spadła o 47,7 mln PLN (tj. o 26,7%). Spadek wynika z istotnie mniejszych przychodów z polskiego sektora publicznego. Realizacja dużego kontraktu dla Ministerstwa Sprawiedliwości na rejestrację rozpraw w sądach powszechnych była księgowana w poczet 2Q' i 3Q'18. Z kolei w 3Q'19 wystąpił zastój na rynku zamówień publicznych w związku z wyborami parlamentarnymi.

Struktura sprzedaży Comarch wg odbiorców w 3Q'18 i 3Q'19

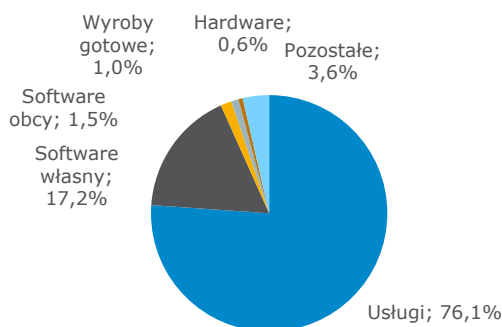
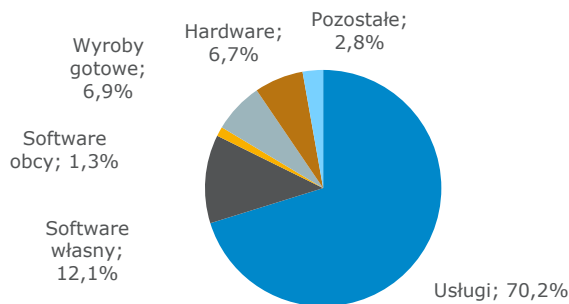


Źródło: Comarch

W 3Q'19 zmieniła się dość istotnie struktura sprzedaży wg sektorów. Segment TMT wygenerował 23,6% obrotów, handel i usługi 17,5%. Tym samym dwa największe segmenty w Comarch zwiększyły swój udział w sprzedaży ogółem. Z kolei w 3Q'19 zanotowano spadek udziału obrotów generowanych przez segment publiczny (do 7,6%).

Comarch wygenerował w 3Q'19 znaczny wzrost przychodów ze sprzedaży usług, wyniósł on 27,5 mln PLN tj. 11,4%. Dynamicznie wzrosły przychody ze sprzedaży oprogramowania własnego, o 19,2 mln PLN (tj. o 46,0%). Wzrost wartości przychodów z usług i oprogramowania własnego był efektem pozyskania w 2018 i realizacji w 2019 roku kontraktów o znacznej wartości, zwłaszcza w obszarze telekomunikacyjnym i handlowo-usługowym (kontrakty przeliczane wg MSSF 15).

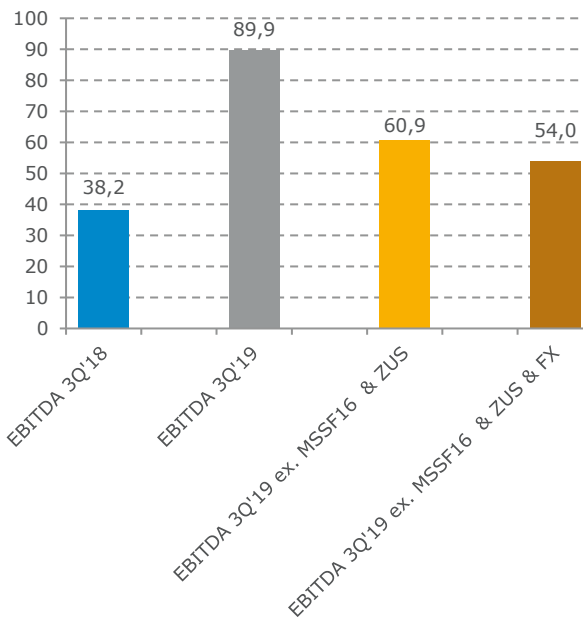
Sprzedaż Comarch wg rodzaju w 3Q'18 i w 3Q'19



Źródło: Comarch

Poziom zysku brutto na sprzedaży w Comarchu w 3Q'19 był zainfekowany zdarzeniem jednorazowym. Grupa rozpoznała w poczet 3Q'19 zawarcie ugody z ZUS w sprawie kontraktu ZUS KSI, co spowodowało zwiększenie EBIT o 24,2 mln PLN. Oczyszczona marża brutto ze sprzedaży wyniosłaby 32,7% i byłaby wyższa R/R o 6,2 p.p. Koszty SG&A wyniosły w 3Q'19 65,9 mln PLN vs. 58,3 mln PLN rok wcześniej. Grupa utworzyła rezerwy na należności wątpliwe w sumie 8,2 mln PLN (dot. działalności w rejonie Bliskiego Wschodu oraz w Ameryce Południowej). Z kolei wpływ zastosowania MSSF16 na linię EBITDA w 3Q'19 wyniósł 4,6 mln PLN. Porównywalna EBITDA (bez MSSF16 i rozwiązania rezerwy na ZUS) wynosi więc ok. 60,9 mln PLN i jest 59,5% wyższa R/R. Jeśli dodatkowo skorygujemy wynik o wystąpienie dodatnich różnic kursowych z wyceny bilansowej należności i zobowiązań, związanych ze osłabieniem się kursu PLN wobec walut obcych w 3Q'19 (Comarch szacuje ten efekt na 6,9 mln PLN) otrzymamy wynik EBITDA na poziomie 54,0 mln PLN, tj. 41% wyższy R/R.

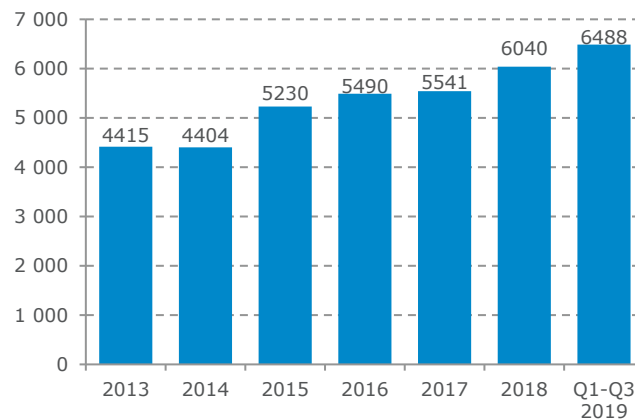
Istotny wzrost wyniku EBITDA w 3Q'19 R/R



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

Zysk EBIT w 3Q'19 wyniósł 66,2 mln PLN i był o 144,7% wyższy R/R. Wynik netto przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej wyniósł w 3Q'19 42,5 mln PLN (+ 134 % R/R). CFO po 9M'19 wynosi 80,1 mln PLN i jest istotnie wyższy niż CFO za 9M'18 (23,3 mln PLN). CAPEX w ciągu 9M'19 wyniósł 36,4 mln PLN.

Wielkość zatrudnienia w grupie Comarch



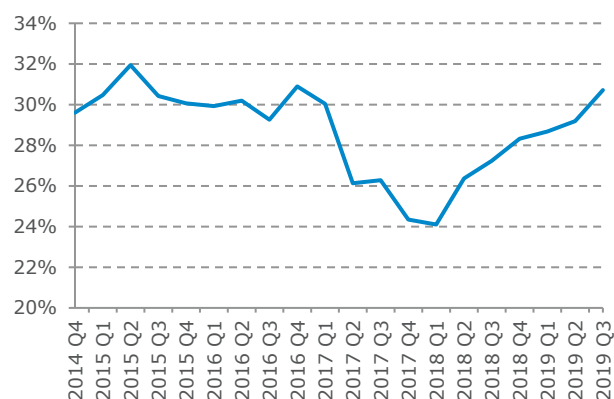
Źródło: Comarch

Na koniec 3Q'19 grupa Comarch zatrudniała 6 488 osób, tj. o 448 osób więcej niż na koniec 2018 r. Fundusz płac podstawowych w Grupie Comarch był w 9M'19 wyższy o ok. 13,6% R/R.

Outlook po wynikach 3Q'19

- Na konferencji po wynikach 3Q'19 Zarząd poinformował, że wartość portfela zamówień na 2019 r. jest wyższa R/R o ok. 7-9%.
- Portfel zamówień na kolejny rok jest wyższy R/R o kilka procent. Wartość przychodów będzie w dużej mierze zależała od kontraktów pozyskanych w 4Q'19. Zarząd wskazywał, że liczy na kilka przetargów o większej skali z sektora publicznego w nadchodzącym czasie. W średnim i długim terminie jednym z głównych motorów napędowych grupy ma być segment TMT. Zarząd wskazał na nadchodzące zakończenie dużego wdrożenia produktów pod 5G na rynku Korei Południowej, co ma otworzyć drogę do następnych kontaktów w tym obszarze.
- Wiceprezes poinformował, że wydatki R&D stanowią w 9M'19 ok. 15% przychodów i taka proporcja może utrzymać się do końca roku.
- Wskazujemy na konsekwentną poprawę marży brutto ze sprzedaży w Comarchu od początku 2018 r. W naszym modelu finansowym konserwatywnie zakładamy spadek marży brutto na sprzedaży z poziomu 30,5% (marża po eliminacji rozwiązania rezerwy na ZUS) do 29,9% w 2020 r. W długim okresie zakładamy spadek marży o kolejne 1,9% (do 28,0%).

Marża brutto na sprzedaży LTM



Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

Rachunek wyników*

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	1 101,6	1 364,9	1 476,1	1 590,2	1 677,7	1 751,9	1 827,9
zmiana	-0,6%	23,9%	8,1%	7,7%	5,5%	4,4%	4,3%
Koszty sprzed. prod., usług, towarów i materiałów	833,4	978,4	1 001,6	1 115,4	1 182,6	1 238,0	1 294,9
Zysk brutto na sprzedaży	268,2	386,5	474,5	474,8	495,0	513,9	533,0
Pozostałe przychody operacyjne	17,5	19,2	26,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty sprzedaży i marketingu	133,7	137,7	148,2	158,1	166,8	174,1	181,7
Koszty ogólnego zarządu	98,2	108,5	132,8	140,8	147,1	153,0	159,1
Pozostałe koszty operacyjne	19,3	47,6	44,0	6,0	4,5	3,0	1,5
EBIT	34,5	112,0	175,6	170,0	176,7	183,8	190,7
marża	3,1%	8,2%	11,9%	10,7%	10,5%	10,5%	10,4%
Amortyzacja	64,2	65,2	84,5	87,5	90,6	93,9	97,4
EBITDA	98,6	177,2	260,1	257,5	267,3	277,7	288,1
marża	9,0%	13,0%	17,6%	16,2%	15,9%	15,9%	15,8%
Dział. finansowa	31,8	-13,9	-18,3	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
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	157,3	166,5	173,2	180,3	187,2
marża	5,7%	6,4%	10,7%	10,5%	10,3%	10,3%	10,2%
Podatek	18,5	33,4	45,0	49,3	51,3	53,0	54,7
Zysk netto	43,1	51,7	112,3	117,2	121,9	127,3	132,5
marża	3,9%	3,8%	7,6%	7,4%	7,3%	7,3%	7,2%
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	13,81	14,41	14,99	15,65	16,29
CEPS	13,19	14,37	24,20	25,17	26,13	27,20	28,27
ROAE	4,9%	5,9%	12,1%	11,4%	10,7%	10,3%	10,0%
ROAA	2,9%	3,2%	6,3%	6,1%	5,9%	5,8%	5,7%

*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	1 849,8	2 010,8	2 152,0	2 263,8	2 381,3
Majątek trwały	733,0	821,2	824,3	850,8	897,2	937,0	950,3
Rzeczowe aktywa trwałe	554,8	551,1	555,5	580,0	621,4	657,0	669,4
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	58,1	60,1	65,0	69,3	70,2
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	1025,5	1160,0	1254,9	1326,8	1431,0
Zapasy	114,1	97,2	100,5	113,0	121,0	128,0	135,2
Należności handlowe oraz pozostałe należności	393,1	435,4	475,5	517,4	551,3	581,5	612,8
Należne przychody z tyt. kontraktów długoter.	40,5	134,8	145,8	157,0	165,7	173,0	180,5
Pozostałe	10,6	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Środki pieniężne	208,0	245,9	297,9	366,6	411,0	438,4	496,7
(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
PASYWA	1 503,1	1 740,3	1 849,8	2 010,8	2 152,0	2 263,8	2 381,3
Kapitał własny	880,4	876,1	976,2	1 081,2	1 190,9	1 277,5	1 369,4
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	586,3	642,3	673,8	699,0	724,6
Zob. handlowe oraz pozostałe zobowiązania	172,8	182,5	185,0	203,9	214,0	221,8	229,7
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	167,7	186,8	198,0	207,3	216,8
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	166,3	184,3	194,4	202,5	210,7
Dług	226,6	217,8	217,8	217,8	217,8	217,8	217,8
Dług netto	-	46,3	-5,7	-74,4	-118,7	-146,2	-204,4
Dług netto bez MSSF16	18,6	-28,1	-80,1	-148,8	-193,1	-220,6	-278,8
(Dług netto bez MSSF16 / Kapitał własny)	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
(Dług netto / EBITDA)**	0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,5	-0,7
BVPS	108,2	107,7	120,0	132,9	146,4	157,1	168,4

*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	170,1	198,5	197,0	205,4	213,0
Zysk netto	43,1	51,7	112,3	117,2	121,9	127,3	132,5
Amortyzacja	64,2	65,2	84,5	87,5	90,6	93,9	97,4
Dział. finansowa	-31,8	13,9	18,3	3,5	3,5	3,5	3,5
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	-14,4	49,9	-45,1	-9,7	-19,1	-19,3	-20,4
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-140,5	-86,6	-69,6	-96,1	-119,0	-115,8	-92,6
CAPEX	-140,5	-86,6	-69,6	-96,1	-119,0	-115,8	-92,6
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	69,5	-35,5	-48,5	-33,7	-33,7	-62,2	-62,2
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	-36,3	-21,5	-21,5	-21,5	-21,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	-9,9	58,6	52,0	68,7	44,3	27,5	58,2
Środki pieniężne na koniec okresu	208,0	245,9	297,9	366,6	411,0	438,4	496,7
DPS (PLN)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	5,0	5,0
FCF	-47,6	80,2	64,2	80,9	56,5	68,1	98,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	12,8%	6,3%	4,7%	6,0%	7,1%	6,6%	5,1%

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

Wskaźniki rynkowe*

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
P/E	35,8	29,8	13,7	13,2	12,6	12,1	11,6
P/CE	14,4	13,2	7,8	7,5	7,3	7,0	6,7
P/BV	1,8	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1
P/S	1,4	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
FCF/EV	-3,1%	5,3%	4,2%	5,5%	4,0%	4,9%	7,4%
EV/EBITDA**	15,8	8,5	5,9	5,7	5,3	5,0	4,6
EV/EBIT**	45,2	13,5	8,7	8,6	8,1	7,6	7,0
EV/S**	1,4	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
DYield	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	2,6%	2,6%
Cena (PLN)	189,5	189,5	189,5	189,5	189,5	189,5	189,5
Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
MC (mln PLN)	1 541	1 541	1 541	1 541	1 541	1 541	1 541
EV (mln PLN)	1 560	1 513	1 536	1 467	1 423	1 395	1 337

*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:

KUPUJ – 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 stanowił 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, 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 listopada 2019 o godzinie 08:25. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 listopada 2019 o godzinie 08:25.

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 branż 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	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-07-25	2019-04-17	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	231,00	230,00	195,00	160,80	173,30
kurs z dnia rekomendacji	178,50	181,00	162,50	155,00	160,00

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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

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

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