

czwartek, 1 września 2016 | komentarz specjalny

## Comarch – Wyniki za 2Q'16

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 200,00 PLN | cena bieżąca: 179,10 PLN

**CMR PW; CMR.WA | Informatyka, Polska**

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

**Comarch zaraportował dobre wyniki za 2Q'16. Po oczyszczeniu o odpisy na należności skorygowany wynik EBITDA wyniósł w okresie 47,2 mln PLN i był wyższy od oczekiwań o 35%. Grupa po 1H'16 wygenerowała 67,8 mln PLN wyniku EBITDA (bez korekt), co stanowi podobny poziom, jak rok wcześniej (69,5 mln PLN). Konsensus rynkowy na EBITDA rzędu 144 mln PLN (vs. 169 mln PLN wynik w 2015 r.) wydaje się być zbyt niski. Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do grupy.**

Przychody ze sprzedaży w 2Q'15 wyniosły 273,3 mln PLN i były zgodne z naszymi oczekiwaniami oraz wyższe R/R o ponad 5%. W rozbiciu widzimy istotną poprawę obrotów w sektorze TMT (+12% R/R) oraz przemysł i utilities (+58% R/R), a także SME (+19% R/R). Z nawiązką nadrobiło to słabsze obroty w sektorze publicznym (-10% R/R) i w sektorze handel i usługi (-16% R/R). Rentowność zysku brutto ze sprzedaży w 2Q'16 wzrosła do poziomu 33% (vs. 32% w 2Q'15). To poziom istotnie wyższy od naszych oczekiwań (29%).

EBITDA była na poziomie 39,5 mln PLN vs. 34,9 mln PLN nasze estymacje i 34,6 mln PLN konsensus rynkowy (odpowiednio +13% i +14% zaskoczenia). Zwracamy jednak

uwagę na fakt, że Comarch zaraportował 9,2 mln PLN straty na pozostałej dział. operacyjnej. Gros kwoty (7,8 mln PLN) wynika z odpisu z tytułu utraty wartości należności handlowych w 2Q'16. Oczyszczona EBITDA jest więc na poziomie 47,2 mln PLN (tj. 35% powyżej naszych oczekiwań i 36% powyżej oczekiwań rynkowych).

Poziom kosztów SG&A w 2Q'16 był nieco wyższy R/R (56,8 mln PLN vs. 54,2 mln PLN rok wcześniej). Comarch zaraportował także wyższą amortyzacji R/R (16,6 mln PLN vs. 11,1 mln PLN), co przełożyło się to na EBIT rzędu 22,9 mln PLN vs. 18,9 mln PLN nasze oczekiwania (oczyszczony EBIT rzędu 30,7 mln PLN).

W 2Q'16 Comarch zaraportował także 9,1 mln PLN straty na wycenie wartości godziwej instrumentów zabezpieczających ryzyko walutowe oraz stopy procentowej. Ponadto, w 2Q'16 Comarch poniósł 1,4 mln PLN straty na operacjach dot. aktywa z tytułu podatku odroczonego.

W okresie 2Q'16 grupa wygenerowała 22,6 mln PLN odpływu środków z dział. operacyjnej, za co odpowiadają zmiany na zobowiązaniach handlowych (podobne wydarzenie rok wcześniej). Comarch miał 68 mln PLN gotówki netto na koniec 1H'16. CAPEX w 2Q'15 był na poziomie 26,6 mln PLN.

### Skonsolidowane wyniki kwartalne grupy Comarch w 2Q 2016

| (mln PLN)                                     | 2Q'15  | 3Q'15  | 4Q'15  | 1Q'16  | 2Q'16  | zmiana |
|-----------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody ze sprzedaży                        | 259,1  | 223,4  | 403,6  | 243,2  | 273,3  | 5,5%   |
| Koszty sprzedanych produktów                  | -177,4 | -166,2 | -263,5 | -182,1 | -184,3 |        |
| Zysk brutto na sprzedaży                      | 81,7   | 57,2   | 140,1  | 61,1   | 89,0   | 8,9%   |
| marża                                         | 31,5%  | 25,6%  | 34,7%  | 25,1%  | 32,6%  |        |
| Pozostałe przychody operacyjne                | -0,3   | 4,7    | 14,0   | 5,1    | 3,3    |        |
| Koszty sprzedaży i marketingu                 | -32,2  | -30,6  | -42,0  | -26,7  | -36,3  |        |
| Koszty ogólnego zarządu                       | -22,0  | -23,7  | -29,4  | -20,3  | -20,5  |        |
| Pozostałe koszty operacyjne                   | -1,8   | -3,2   | -16,8  | -6,9   | -12,6  |        |
| EBIT                                          | 25,4   | 4,5    | 66,0   | 12,3   | 22,9   | -9,8%  |
| Przychody/koszty finansowe - netto            | -4,0   | -1,0   | -0,7   | 1,6    | -5,6   |        |
| Udział w zyskach / (stratach) jednostek stow. | 0,1    | -0,6   | -2,4   | -3,1   | -1,4   |        |
| Zysk brutto                                   | 21,6   | 2,9    | 62,9   | 10,7   | 15,8   | -26,6% |
| Podatek dochodowy                             | -4,0   | -2,7   | -20,6  | -3,3   | -9,4   |        |
| Zyski mniejszości                             | 0,5    | -0,2   | 0,1    | 0,3    | 0,9    |        |
| Zysk netto za okres                           | 17,0   | 0,4    | 42,3   | 7,2    | 5,6    | -67,2% |
| marża                                         | 6,6%   | 0,2%   | 10,5%  | 3,0%   | 2,0%   |        |
| EBITDA                                        | 36,5   | 19,1   | 80,0   | 28,3   | 39,5   | 8,1%   |
| marża                                         | 14,1%  | 8,5%   | 19,8%  | 11,6%  | 14,4%  |        |

Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

### Wyniki Comarch vs. estymacje w 2Q 2016

| (mln PLN)    | 2Q'16 | 2Q'15 | zmiana | 2Q'16P | różnica | konsensus | różnica | 2016P   | 2015    | zmiana |
|--------------|-------|-------|--------|--------|---------|-----------|---------|---------|---------|--------|
| Przychody    | 273,3 | 259,1 | 5,5%   | 269,5  | 1,4%    | 265,7     | 2,9%    | 1 165,8 | 1 131,6 | 8,6%   |
| EBITDA       | 39,5  | 36,5  | 8,2%   | 34,9   | 13,2%   | 34,6      | 14,2%   | 157,9   | 166,5   | -29,3% |
| marża EBITDA | 14,5% | 14,1% | -      | 12,9%  | -       | 13,0%     | -       | 13,5%   | 14,7%   | -      |
| EBIT         | 22,9  | 25,4  | -9,7%  | 18,9   | 21,2%   | 19,8      | 15,7%   | 93,9    | 113,0   | -40,9% |
| Zysk netto   | 5,6   | 17,1  | -67,2% | 12,4   | -54,8%  | 11,8      | -52,5%  | 65,2    | 80,3    | -48,8% |

Źródło: Comarch, Dom Maklerski mBanku

#### 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  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**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  
**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

#### Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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 mBanku.

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.

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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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. 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.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

Powielanie bądź 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.

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

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Assec Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Assec Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzag, Enea, Ergoaparat, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, PBKM. Assec Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

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.

#### 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 progностycznych 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 progностycznych wypłaty dywidendy w modelu.

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

## Dom Maklerski mBanku

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

## Departament Analiz

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

**Michał Marczak**  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia, surowce, metale

**Michał Konarski**  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia

**Paweł Szpigel**  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Zybala**  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Bogusz**  
tel. +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

**Anna Łagowska**  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mbank.pl](mailto:anna.lagowska@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
tel. +48 22 697 47 44  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
tel. +48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Michał Roźmiej**  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mbank.pl](mailto:michal.rozmiej@mbank.pl)

**Wojciech Wysocki**  
tel. +48 22 697 48 46  
[wojciech.wysocki@mbank.pl](mailto:wojciech.wysocki@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Mariusz Adamski**  
tel. +48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mbank.pl](mailto:mariusz.adamski@mbank.pl)

## Biuro Aktywnej Sprzedaży

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)