

środa, 17 kwietnia 2019 | aktualizacja raportu

Comarch: kupuj (podtrzymana)

CMR PW; CMR.WA | IT, Polska

Rekordowy rok przed nami

Notowania Comarchu od wydania naszego raportu analitycznego w marcu'19 były lepsze od indeksu WIG o blisko >10 p.p. Po ogłoszonym w ostatnich dniach żądaniu ZUSu wypłaty z gwarancji bankowej kurs zniżył się, co naszym zdaniem tworzy okazję inwestycyjną. (1) Publikujemy prognozy wyników na 1Q'19. Sądymy, że Comarch zaraportuje 31,2 mln PLN na linii EBITDA w standardzie IFRS15 (+86% R/R) co powinno wzmocnić sentyment do Spółki. (2) W związku z tym podwyższamy nasze prognozy zysku EBITDA na 2019 r. z 201 mln PLN na 226 mln PLN (tj. o 13% w górę). (3) Nasza obecna prognoza jest 12% wyższa od konsensusu Bloomberg. (4) Comarch jest notowany obecnie na EV/EBITDA'19=6,2x, tj. z >31% dyskontem do spółek porównywalnych. Poziom dyskonta jest nieuzasadniony patrząc na (5) tempo wzrostu Comarchu, tj. +27,4% na linii EBITDA vs. mediana +7,5% dla spółek porównywalnych. Nawet jeśli poziom wypłaty dywidendy w Comarchu (DivYield'19=0,8%) mógłby być wyższy, to jednak nie odbiega on znacząco od standardów dla branży (mediana DivYield'19 dla peer grupy=1,8%). Nowy poziom wyceny wyznaczamy na 230,00 PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Spółki.

Prognozy wyników za 1Q'19

Estymujemy, że Comarch wygenerował w 1Q'19 przychody ze sprzedaży na poziomie 310,1 mln PLN, tj. 14,0% więcej R/R. Wzrost obrotów będzie zauważalny zwłaszcza w segmencie finanse i bankowość oraz publicznym na rynku polskim oraz w segmentach telekomunikacja i handel i usługi w sprzedaży eksportowej. Zakładamy nieznaczny wzrost marży brutto na sprzedaży, tj. do poziomu 21,8% vs. 20,8% rok wcześniej. Widoczny będzie wzrost kosztów SG&A (55,0 mln PLN vs. 49,4 mln PLN rok w 1Q'18). Zysk z transferu K. Piątka do AC Milan powinien wynieść ok. 6 mln PLN. Stąd wynik EBIT szacujemy na 15,7 mln PLN, a EBITDA na 31,2 mln PLN (IFRS15). Zysk netto przy efektywnej stawce podatkowej rzędu 25% założyliśmy na 8,8 mln PLN (vs. strata -6,2 mln PLN rok wcześniej). Zwracamy uwagę, że po korekcie wyników o pozostałą dział. operacyjną wzrost EBITDA wyniesie >25%. Z kolei po korekcie o wpływ IFRS16 na wyniki nasz szacunek EBITDA w 1Q'19 to 35,2 mln PLN.

Ryzyko wynikające z kontaktu ZUS

ZUS wypowiedział w części umowę na utrzymanie systemu KSI (w zakresie 30 z 74 metryk), za które Comarchowi przysługiwałoby wynagrodzenie 92 mln PLN netto w ciągu 4 lat. Dodatkowo, ZUS zażądał wypłaty 24,2 mln PLN z gwarancji bankowej. Negatywnych informacji nie należy naszym zdaniem nadinterpretować. Zarząd Comarchu twierdzi, że nie będzie mieć problemów z zagospodarowaniem wolnych mocy przerobowych zespołu ZUS, co jest najważniejsze odnośnie marży (i co zakładamy w naszych prognozach biorąc pod uwagę wzrost portfela zamówień o 15% R/R na 2019 r.). Sprawa wypłaty z gwarancji zakończy się prawdopodobnie procesem sądowym, gdyż Comarch uznaje ją za bezzasadną. Podkreślamy też, że rezerwa zostanie uwzględniona w sprawozdaniu finansowym grupy jeszcze za 2018 rok.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 101,6	1 364,9	1 522,7	1 609,4	1 692,4
EBITDA*	98,6	177,2	225,8	238,3	250,4
marża EBITDA	9,0%	13,0%	14,8%	14,8%	14,8%
EBIT	34,5	112,0	157,3	166,6	175,4
Zysk netto	43,1	51,7	98,5	109,7	117,3
P/E	34,2	28,5	14,9	13,4	12,5
P/CE	13,7	12,6	8,8	8,1	7,7
P/BV	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	15,1	8,1	6,2	5,7	5,3
DPS	1,50	1,50	1,50	5,00	5,00
DYield	0,8%	0,8%	0,8%	2,8%	2,8%

*IFRS15

Cena bieżąca	181,00 PLN
Cena docelowa	230,00 PLN
Kapitalizacja	1,47 mld PLN
Free float	877 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,89 mln PLN

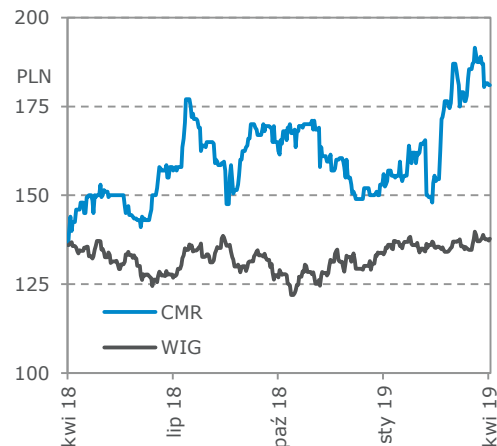
Struktura akcjonariatu

Janusz Filipiak	24,55%
Elżbieta Filipiak	16,27%
MetLife PTE	10,34%
Pozostali akcjonariusze	48,84%

Profil spółki

Comarch jest producentem rozwiązań IT oraz integratorem. Świadczy usługi na 5 kontynentach, w ponad 40 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	230,00	195,00	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Comarch	181,00	230,00	+27,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody	+2,6%	+2,7%	+2,7%
EBITDA	+12,6%	+9,2%	+9,3%
Zysk netto	+16,6%	+11,1%	+12,7%

Analitik:

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

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 księgową
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 księgową) – 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.

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

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 17 kwietnia 2019 o godzinie 8:34.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 17 kwietnia 2019 o godzinie 8:34.

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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego 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	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01	2018-05-09
cena docelowa (PLN)	195,00	160,80	173,30	180,50	166,50
kurs z dnia rekomendacji	162,50	155,00	160,00	167,00	145,00

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 Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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