



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Comarch – 2Q'19

2019-09-03 15:23

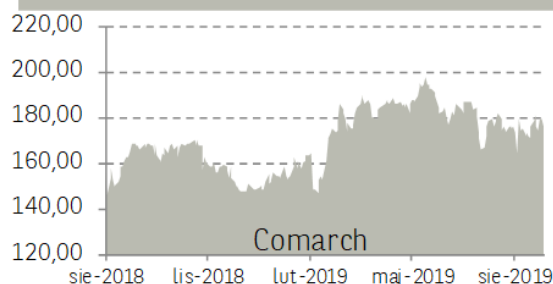


PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

| | |
|-----------------------------------|---------|
| Cena | 176,00 |
| Kapitalizacja (mln zł) | 1 431,5 |
| Free float | 59,2% |
| Wartość dzienna obrotów (mln PLN) | 0,9 |
| P/E | 32,2 |
| EV/EBITDA | 8,70 |

Notowania spółki



WYNIKI 2Q19

| PLNm | 2Q'18 | 3Q'18 | 4Q'18 | 1Q'19 | 2Q'19 | r/r | konsensus | różnica |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-----------|---------|
| Przychody ze sprzedaży | 332 | 345 | 420 | 339 | 328 | -1% | 341 | -4% |
| EBITDA | 55 | 38 | 43 | 41 | 50 | -9% | 49 | 1% |
| EBIT | 34 | 27 | 25 | 21 | 25 | -27% | 29 | -13% |
| Zysk netto | 11 | 18 | 29 | 7 | 20 | 92% | 20 | 0% |
| marża EBITDA | 16,6% | 11,0% | 10,2% | 12,1% | 15,3% | -1,3pp | 14,5% | -0,8pp |
| marża EBIT | 10,4% | 7,8% | 6,0% | 6,2% | 7,7% | -2,7pp | 8,5% | 0,8pp |
| marża netto | 3,2% | 5,2% | 6,9% | 2,1% | 6,2% | 3,0pp | 6,0% | -0,2pp |

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Opublikowane wyniki za II kwartał 2019 roku Comarch S.A. okazały się być zgodne z konsensusem rynkowym, co wpłynęło na neutralne zachowanie kursu akcji po publikacji. W ujęciu r/r erozji uległy przede wszystkim przychody ze sprzedaży krajowej (-16,9%), co jest wynikiem „efektu wysokiej bazy” związanej z brakiem dostaw usług do sektora publicznego, które miały miejsce w II kwartale poprzedniego roku (min. zaksięgowano wtedy część kontraktu dla Ministerstwa Sprawiedliwości dot. rejestracji rozpraw sądowych). Jednocześnie kontynuowany był trend wzrostowy z I kwartału w zakresie zwiększenia sprzedaży z eksportu (+14,3%), która stanowiła w omawianym okresie 58% udziału w przychodach grupy.

Spadek przychodów z segmentu sektora publicznego i wzrost sprzedaży eksportowej

Pod względem kategorii odbiorców, dominował sektor TMT (23,6% sprzedaży vs. 19,1% rok wcześniej) z uwagi na min. na mocny popyt na rynkach Europejskich i Azjatyckich, jednocześnie spadek udziału w sprzedaży odnotowano w przypadku min. sprzedaży do sektora finansów i bankowości (14,1% vs. 15,4% rok wcześniej) oraz sektora publicznego (9,9% vs. 19% rok wcześniej). Grupa odnotowuje w dalszym ciągu wzrost popytu na produkty dedykowane sektorowi handlu (+14,2% r/r), w szczególności dotyczącym systemom lojalnościowym. Pod względem palety produktowej, w sprzedaży dominowały jak przed rokiem usługi informatyczne (80% udziału w strukturze sprzedaży). Cieszy wzrost udziału sprzedaży software'u własnego (14,5% vs. 10,3% rok wcześniej), który charakteryzuje się wyższą marżą. Marża brutto na sprzedaży wyniosła w II kwartale 28,1% vs. 25,9% rok wcześniej. Pomimo spadku przychodów r/r zwiększeniu uległy koszty sprzedaży i marketingu (36,9 mln zł vs. 34,3 mln zł rok wcześniej) oraz koszty ogólnego zarządu (31 mln zł vs. 21,1 mln zł przed rokiem), co wpłynęło

Wzrost udziału w sprzedaży software'u własnego



BNP PARIBAS
BIURO MAKLERSKIE

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego Biura Maklerskiego BNP Paribas Bank Polska S.A.

Autor: Lukas Cinikas

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.

ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00

e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl

www.bnpparibas.pl



na spadek zysku operacyjnego o 26,8% r/r do 25,2 mln zł.

W linii finansowej rachunku zysków i strat grupa odnotowała dodatni wynik na poziomie 1,5 mln zł (vs. 19,8 mln zł straty rok wcześniej). II kwartał 2018 roku charakteryzował się wysoką zmiennością i deprecjacją polskiej waluty (skutkującą min. wzrostem wycen zobowiązań denominowanych w walutach obcych), co miało znaczący wpływ na wykazanie straty w działalności finansowej, a w omawianym okresie powyższe czynniki już nie wystąpiły. Łączny wpływ różnic kursowych oraz wyceny i realizacji instrumentów pochodnych na wynik netto grupy za I półrocze 2019 wyniósł +1,4 mln zł (vs. -12,1 mln zł w I półroczu 2018 roku).

Dodatni wpływ różnic kursowych w I półroczu 2019 r.

W II kwartale 2019 roku grupa wygenerowała ujemne przepływy z działalności operacyjnej na poziomie -34,9 mln zł (-42,7 mln zł rok wcześniej) z uwagi min. na lepszy stan zmian kapitału obrotowego (zmiana stanu należności -6,1 mln zł vs. -43,6 mln zł rok wcześniej, zmiana stanu zobowiązań -11,9 mln zł vs. -35,5 mln zł w II kwartale 2018 roku). Przepływy z działalności inwestycyjnej wyniosły -10,7 mln zł (vs. -18,1 mln zł rok wcześniej) z uwagi min. na mniejszy CAPEX (-14,8 mln zł vs. -20,2 mln zł rok wcześniej). W linii finansowej przepływów pieniężnych odnotowano stratę na poziomie -11,8 mln zł z uwagi na min. mniejsze wpływy z tytułu zaciągniętych kredytów i pożyczek (1,8 mln zł vs. 8,7 mln zł rok wcześniej). Podsumowując, grupa odnotowała w II kwartale ujemne przepływy pieniężne na poziomie -57,4 mln zł, jednak biorąc pod uwagę mocny I kwartał, w całym pierwszym półroczu odnotowano dodatnie przepływy na poziomie 26,5 mln zł (vs. 43,8 mln zł rok wcześniej).

Dodatni cash-flow w I półroczu 2019 r.

Na koniec I półrocza grupa odnotowała wskaźnik płynności bieżącej na poziomie podobnym jak na koniec 2018 roku tj. 1,6.

Na konferencji wynikowej zarząd spółki zwrócił uwagę na to, że:

- Wysoka zmienność polskiej waluty i jej deprecjacja w III kwartale b.r. może wpłynąć na wynik netto grupy za ten okres rozliczeniowy;
- W II kwartale grupa nie prowadziła żadnych inwestycji w nieruchomości. CAPEX miał jedynie charakter odtworzeniowy.
- Zatrudnienie: wzrost z 6040 osób (na koniec 2018 roku) do 6106 osób na koniec I półrocza 2019 roku. W III i IV kwartale należy spodziewać się dalszego wzrostu zatrudnienia z uwagi na proces rekrutacji stażystów po okresie praktyk wakacyjnych. Fundusz płac urósł o 14% r/r.
- Inwestycje: głównie w rozwój własnych technologii (Comarch Cloud). Trwają przygotowania do inwestycji w data center w USA. 38 mln zł w ciągu najbliższych trzech lat pochłonie inwestycja w nowoczesne centrum treningowe Cracovii.
- Wpływ MSSF16: 9,2 mln zł dodało do EBITDA w I połowie 2019 roku.
- Outlook na II połowę roku: stabilny wzrost. Zarząd spodziewa się, że w II półroczu dynamika przychodów grupy będzie podobna jak w I połowie roku. Portfel zamówień na poziomie ok. +10% r/r. nie należy się spodziewać tak wysokiej dynamiki jak w latach poprzednich.
- Uгода z ZUS w sprawie kontraktu dot. KSI zostanie najprawdopodobniej zawarta w listopadzie, co będzie w konsekwencji prowadzić do odwrócenia rezerw na kary umowne (wpływ na wynik na poziomie 24 mln zł).

Wyniki za III kw. Pod presją wysokiej zmienności złotówki

Wzrost funduszu płac r/r o 14%

Portfel zamówień +10% r/r



KONTAKT

| Zespół Doradztwa Inwestycyjnego | Telefon: | Adres e-mail: |
|---------------------------------|--------------|--|
| Michał Krajczewski, CFA | 22 507 52 91 | michal.krajczewski@bnpparibas.pl |
| Adam Aniol | 22 507 52 93 | adam.aniol1@bnpparibas.pl |
| Szymon Nowak | 22 507 52 92 | szymon.nowak@bnpparibas.pl |
| Lukas Cinikas | 22 507 52 94 | lukas.cinikas@bnpparibas.pl |
| Tomasz Mazurek | 22 507 52 76 | tomasz.mazurek@bnpparibas.pl |

| Zespół Obsługi Rynku Wtórniego | Telefon: | Adres e-mail: |
|--------------------------------|--------------|--|
| Maciej Sokołowski | 22 578 57 68 | maciej.sokolowski@bnpparibas.pl |
| Marcin Rżany | 22 507 52 73 | marcin.rzany@bnpparibas.pl |
| Grzegorz Leszek | 22 566 97 07 | grzegorz.leszek@bnpparibas.pl |
| Monika Dudek | 22 566 97 05 | monika.dudek@bnpparibas.pl |
| Artur Sulejewski | 22 566 97 04 | artur.sulejewski@bnpparibas.pl |
| Sławomir Orzechowski | 22 566 97 06 | s.orzechowski@bnpparibas.pl |
| Łukasz Żukowski | 22 578 57 70 | lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl |
| Adrian Cieślak | 22 578 57 69 | adrian.cieslak@bnpparibas.pl |

| Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego | Telefon: | Adres e-mail: |
|----------------------------------|--------------|--|
| Marek Jaczewski | 22 329 43 53 | marek.jaczewski@bnpparibas.pl |
| Paulina Sotdaj | 22 566 97 32 | paulina.soldaj@bnpparibas.pl |

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>





WYJAŚNIENIA UŻYTYCH TERMINÓW I SKRÓTÓW

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before Interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) – zysk operacyjny

EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych

ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów

NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)

P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją

EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej

P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję

P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgowa) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji

BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości

NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej

NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług





NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BNP Paribas Bank Polska S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłączeni na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej: BM BNP Paribas Bank Polska S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BNP Paribas Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BNP Paribas Bank Polska S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BNP Paribas Bank Polska S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BNP Paribas Bank Polska S.A. jest zabronione.

BM BNP Paribas Bank Polska S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BNP Paribas Bank Polska S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej BNP Paribas Bank Polska S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji BNP Paribas Bank Polska S.A., a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf