



Biuro maklerskie

mBank.pl

środa, 13 maja 2020 | aktualizacja raportu

## Comarch: trzymaj (obniżona)

CMR PW; CMR.WA | IT, Polska

### Spadek wyników R/R w skutek COVID-19

Od wydania naszego raportu analitycznego z lipca'19 notowania Comarchu były lepsze niż WIG o 42,7 p.p. W niniejszym raporcie, w związku z wybuchem pandemii COVID-19, obniżamy nasze prognozy finansowe dla Comarchu. Zakładamy tylko niewielki wzrost przychodów w 2020 r. (tj. +1,8% R/R) oraz spadek zysku EBITDA o 7,1% R/R. Spółka jest wciąż wyceniana na dość atrakcyjnym poziomie  $EV/EBITDA'20 = 7,6x$ , jednak spadek wyników R/R może ochłodzić sentyment inwestorów do spółki. Stąd sądzymy, że obecny moment należy wykorzystać do realizacji zysków, zwłaszcza że Comarch pomimo bardzo dobrej sytuacji kredytowej oferuje niską dywidendę ( $DYield = \text{tylko } 0,7\%$ ). Okazją do tego powinny być relatywnie dobre wyniki za 1Q'20. Po aktualizacji modelu finansowego, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 220,30 PLN, co implikuje niewielki 5%-owy potencjał wzrostu. Tym samym obniżamy zalecenie do trzymaj.

### Prognoza wyników za 1Q'20

Zakładamy poprawę przychodów ze sprzedaży o 9% R/R dzięki wysokim rezultatom w obszarze TMT oraz Handel i Usługi. Spodziewamy się poprawy marży brutto o 2,4 p.p. R/R (głównie dzięki f/x) i stabilnych kosztów SG&A R/R (szacujemy je na 55,3 mln PLN w 1Q'20). Zakładamy saldo na pozostałej działalności operacyjnej rzędu -7,0 mln PLN (sądzymy, że spółka wykorzysta moment na zaksięgowanie odpisów na należności handlowe, zwłaszcza, że ich ryzyko wzrosło wraz z wybuchem pandemii) oraz saldo na działalności finansowej równe -25 mln PLN (wpływ f/x). Zysk netto powinien wynieść 1,0 mln PLN.

### Rok 2019 r. trudny do powtórzenia

Spodziewamy się, że w 2H'20: (1) zmniejszy się ilość zamówień z segmentu SME oraz (2) niektóre instytucje finansowe mogą wprowadzać oszczędności na IT, zwłaszcza, że już w 2019 r. przychody z tego sektora spadły o 6,6%, (3) po bardzo udanym roku w segmencie przemysł i utilities (blisko +30%), dynamika przychodów nieco spowolni. Z drugiej strony sądzymy, że sektor publiczny może być zmotywowany do utrzymywania bądź nawet zwiększania nakładów na IT celem wspomożenia gospodarki. Comarch powinien starać się odpowiadać na pogorszenie się otoczenia w 2020 r. poprzez optymalizację bazy kosztowej, jednak naszym zdaniem będzie ona nieznaczna. Stąd, wynik EBITDA szacujemy na 212,1 mln PLN, tj. -7% R/R.

### Wpływ COVID-19 na rynek IT

Pandemia COVID-19 będzie mieć negatywny wpływ na sektor IT, który pojawi się z pewnym opóźnieniem. Wartość rynku IT w Polsce spadła w ostatnim kryzysie z 2009 r. o 9,7% R/R. Jednym z głównych powodów takiego stanu było zmniejszenie przez firmy zakupów sprzętu komputerowego. Obecnie ta sytuacja może ulec odwróceniu, gdyż wiele firm jest zmuszone do inwestycji w sprzęt pod pracę zdalną. Niemniej jednak w 2020 r. także spodziewamy się cięcia w budżetach na IT w bankowości, a także wśród małych i średnich przedsiębiorstw i firm handlowych. Osłabienie PLN vs. EUR i USD także powinno mieć pewien negatywny wpływ na rynek IT w Polsce. Dobrze powinny sobie radzić w modelu IaaS oraz SaaS.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 369,6	1 437,4	1 463,0	1 593,3	1 692,3
EBITDA	152,7	228,3	212,1	232,3	241,8
marża EBITDA	11,2%	15,9%	14,5%	14,6%	14,3%
EBIT	87,5	143,4	125,3	144,4	151,1
Zysk netto	30,6	104,8	73,8	103,0	107,9
P/E	55,8	16,3	23,1	16,6	15,8
P/CE	17,8	9,0	10,6	8,9	8,6
P/BV	1,9	1,8	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA	11,0	7,2	7,6	6,8	6,3
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%

Cena bieżąca	210,00 PLN
Cena docelowa	220,30 PLN
Kapitalizacja	1,71 mld PLN
Free float	1,11 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	2,2 mln PLN

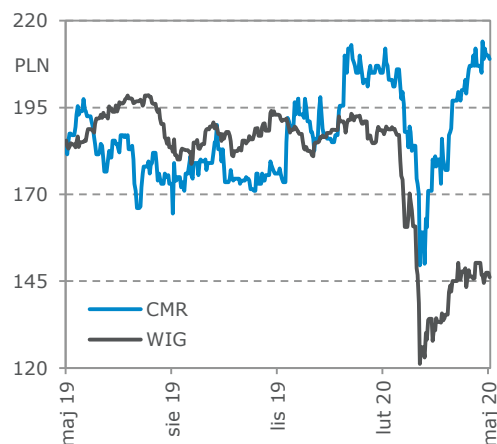
### Struktura akcjonariatu

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	220,30	250,00	trzymaj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Comarch	210,00	220,30	+4,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
Przychody	-8,0%	-5,0%	-3,4%
EBITDA	-17,6%	-13,1%	-12,9%
Zysk netto	-37,0%	-15,5%	-15,2%

### Analitik:

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 produkty i usługi IT. Działalność Comarchu jest zdyspersyfikowana 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 być najbardziej dotknięte osłabieniem się koniunktury.

### Wzrost kosztów pracy

Gros kosztów operacyjnych Comarchu to świadczenia pracownicze. Wynagrodzenia rosły w 2019 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 główny koszt 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 za istotnym zyskiem dwóch piłkarzy do zagranicznych klubów (transfer Piątka w 2018 r. i Kapustki w 2016 r.).

## Niska dywidenda

Comarch ma naszym zdaniem bardzo dobrą pozycję bilansową (58 mln PLN gotówki netto na koniec 2019 r.). 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 2018 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 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 rozbiorem 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 rok 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 220,30 PLN. Obniżamy wagę wyceny porównawczej do 40% ze względu na ryzyko częściowo niezaktualizowanego konsensusu.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	40%	230,34
Wycena DCF	70%	191,60
cena wynikowa		210,97
<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>		<b>220,30</b>

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Comarch w latach 2020-2029.
- 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 2019 roku w standardzie MSSF16, tj.

58 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)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2029+
Przychody ze sprzedaży	1 463	1 593	1 692	1 765	1 840	1 913	1 983	2 051	2 121	2 193	
zmiana	1,8%	8,9%	6,2%	4,3%	4,2%	4,0%	3,7%	3,4%	3,4%	3,4%	
EBITDA	212,1	232,3	241,8	248,7	255,4	262,5	268,8	274,5	280,3	286,3	
marża EBITDA	14,5%	14,6%	14,3%	14,1%	13,9%	13,7%	13,6%	13,4%	13,2%	13,1%	
EBIT	125,3	144,4	151,1	154,8	158,2	161,8	164,5	166,4	168,2	170,0	
marża EBIT	8,6%	9,1%	8,9%	8,8%	8,6%	8,5%	8,3%	8,1%	7,9%	7,7%	
Opodatkowanie EBIT	33,1	38,8	40,6	41,6	42,5	43,5	44,2	44,7	45,2	45,7	
efektywna stopa podatkowa	26,4%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	
NOPLAT	92,2	105,6	110,5	113,2	115,7	118,3	120,3	121,6	123,0	124,3	
CAPEX	-79,2	-106,7	-106,8	-85,2	-88,5	-89,4	-90,2	-92,1	-93,1	-96,8	
Kapitał obrotowy	-3,9	-24,5	-18,8	-17,3	-18,6	-20,5	-21,3	-21,8	-23,1	-24,5	
FCF	96,0	62,3	75,7	104,5	105,8	109,1	113,1	115,8	118,9	119,4	121,8
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	94,8%	87,4%	80,6%	74,2%	68,4%	63,1%	58,1%	53,6%	49,4%	45,5%	
PV FCF	91,0	54,5	61,0	77,6	72,4	68,8	65,7	62,1	58,7	54,3	
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	26,4%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%
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)	1 874
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	853
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	666
Wartość firmy (EV)	1 519
Dług netto (koniec 2019, MSSF16)	-58
Inne aktywa nieoperacyjne	0
Udziałowcy mniejszościowi	19
Liczba akcji skorygowana (mln)	1 558
Wartość kapitałów wł. na akcję (PLN)	191,6
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>203,8</b>
EV/EBITDA('20) dla ceny docelowej	7,2
P/E('20) dla ceny docelowej	21,1
Udział TV w EV	56%

## Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0 p.p.	215,6	226,2	238,8	253,9	272,3
WACC +0,5 p.p.	200,8	209,6	219,8	232,0	246,5
WACC	188,0	195,3	<b>203,8</b>	213,7	225,4
WACC -0,5 p.p.	176,8	183,0	190,1	198,3	207,8
WACC -1,0 p.p.	167,0	172,2	178,2	185,0	192,9

## Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E z równymi wagami. Dla lat 2020, 2021 i 2022 przyjmujemy równe wagi.

### Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Sap AG	15,1	13,3	11,9	21,3	18,7	16,6
Oracle Corp	10,3	10,2	9,9	13,8	12,8	12,1
CAP Gemini	7,3	6,6	6,1	13,8	11,8	10,4
Sage Group PLC	16,6	15,8	14,3	24,7	23,1	20,7
Atos	6,6	6,2	5,8	9,3	8,4	7,7
Software AG	11,5	10,7	9,9	19,8	18,3	16,5
Indra Sistemas	6,1	5,5	5,2	10,9	8,7	7,9
Fiserv INC	16,3	14,7	13,1	23,0	19,1	16,4
Computacenter PLC	8,1	8,0	8,1	17,1	16,3	15,8
Asseco Poland	5,5	5,2	5,1	15,9	14,8	12,4
Maksimum	16,6	15,8	14,3	24,7	23,1	20,7
Minimum	5,5	5,2	5,1	9,3	8,4	7,7
Mediana	9,2	9,1	9,0	16,5	15,6	14,1
Comarch	7,6	6,8	6,3	23,1	16,6	15,8
Premia (dyskonto)	-18,2%	-25,5%	-29,8%	39,9%	6,6%	12,3%
<b>Implikowana wycena</b>						
Wycena 1 akcji (PLN)	262,9	285,6	299,3	150,1	197,0	187,0
Waga wskaźnika	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>230,3</b>					

## Ostatnie wydarzenia

### Wyniki w 4Q'19

Przychody Comarchu w 4Q'19 wyniosły 416,9 mln PLN i były niższe R/R zaledwie o 0,8%. W rozbiciu rodzajowym: Comarch wygenerował 303,9 mln PLN z usług i 75,1 mln PLN z software'u własnego. Tym samym udział pierwszej kategorii w całej sprzedaży wzrósł z odpowiednio 70,7% do 72,9%, a drugiej kategorii spadł z 22,5% do 18,1%. Spadek sprzedaży oprogramowania własnego był widoczny w sektorze telekomunikacyjnym (-26% R/R) i finansowo-bankowym (-23% R/R). W podziale geograficznych, Comarch w 4Q'19 wygenerował 598,1 mln PLN z rynku polskiego, co oznacza wzrost o 3,1 p.p. do 44,1% w całości przychodów. Podsumowując struktura sprzedaży w 4Q'19 wypadła słabo. To przełożyło się na znaczny spadek marży brutto ze sprzedaży do poziomu 27,1% z 30,3%. Podkreślamy, że Comarch zawiązał rezerwy na zmienne składniki wynagrodzenia w poczet 4Q'19, co także poskutkowało niższą marżą. Pewien negatywny wpływ (do kilku mln PLN) miał także układ walut. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę, że wyniki 4Q'18 były obciążone zawiązaniem rezerwy na ZUS, **spadek wyniku brutto na sprzedaży jest wysoki** (blisko 25%). Koszty SG&A były na nieco wyższym poziomie R/R. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +12,8 mln PLN (co było efektem odwrócenia odpisów na należności) vs. -19,5 mln PLN rok wcześniej. Tylko dzięki temu zysk operacyjny Comarchu w 4Q'19 był wyższy R/R (42,2 mln PLN vs. 25,5 mln PLN rok wcześniej). Comarch rozpoznał zysk netto w 4Q'19 na poziomie 45,9 mln PLN.

### Wyniki za 4Q'19

	4Q'19	4Q'18
Przychody	416,9	420,3
COGS	303,7	292,8
Zysk brutto na sprzedaży	113,2	127,5
marża	27,1%	30,3%
SG&A	83,7	82,5
Poz. dział. operac.	12,8	-19,5
EBIT	42,2	25,5
marża	10,1%	6,1%
Dział. finansowa	13,1	-13,0
Podatek	-9,7	-5,2
Udziały niekon.	-0,4	-0,9
Zysk netto	45,9	8,2
Amortyzacja		
EBITDA	42,2	25,5
marża	10,1%	6,1%

Źródło: Comarch

### Prognoza wyników na 1Q'20

Zakładamy poprawę przychodów ze sprzedaży o 9% R/R dzięki wysokim результатам w obszarze TMT oraz Handel i Usługi. Spodziewamy się poprawy marży brutto o 2,4 p.p. R/R (głównie dzięki f/x) i stabilnych kosztów SG&A R/R (szacujemy je na 55,3 mln PLN w 1Q'20). Zakładamy saldo na pozostałej działalności operacyjnej rzędu -7,0 mln PLN (sądymy, że spółka wykorzysta moment na zaksięgowanie odpisów na należności handlowe, zwłaszcza, że ich ryzyko wzrosło wraz z wybuchem pandemii COVID-19) oraz saldo na działalności finansowej równe -25 mln PLN (wpływ f/x). Zysk netto powinien wynieść zaledwie 1,0 mln PLN.

### Prognoza wyników za 1Q'20

(mln PLN)	1Q'20P	1Q'19	r/r
Przychody	369,2	338,7	9%
EBITDA	55,3	41,2	34%
marża EBITDA	15,0%	12,2%	-
EBIT	34,3	20,9	64%
Zysk brutto	9,3	19,4	-52%
Zysk netto	1,3	7,0	-81%

Źródło: Comarch, mBank

### Wpływ COVID-19 na rynek IT

Pandemia COVID-19 będzie mieć pewien wpływ na wyniki finansowe Comarchu, choć to powinno pojawić się z pewnym opóźnieniem. Sektor IT na świecie w 2009 r. odczuł skutki spowolnienia gospodarczego. Według Gartnera, w globalnym rynku wydatki na teleinformatykę spadły od 2,1% do 13,9% w poszczególnych segmentach, w tym -2,1% w zakresie oprogramowania oraz -3,5% w zakresie usług IT. Całkowite wydatki na teleinformatykę były szacowane w 2009 r. na ponad 3,2 bln USD.

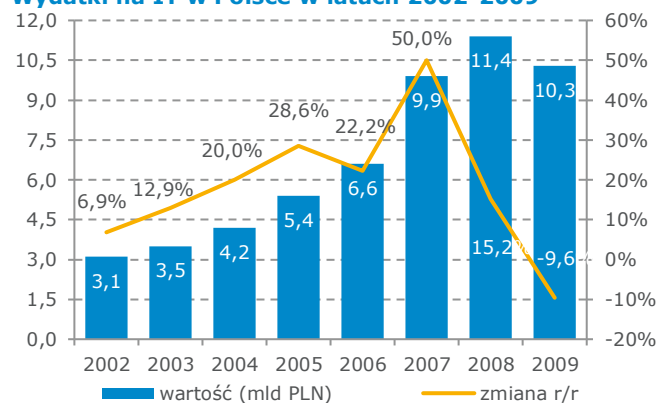
### Wydatki na IT w 2009 r.

(mld USD)	2009	r/r
Sprzęt	326,4	-13,9%
Oprogramowanie	220,7	-2,1%
Usługi IT	780,9	-3,5%
Telekomunikacja	1887,7	-3,6%
RAZEM	3215,7	-4,6%

Źródło: Garner

W 2009 roku, według szacunków IDC, wartość rynku IT w Polsce wyniosła 10,3 mld USD, co oznaczało spadek o 9,7% R/R (pierwszy od 1990 r.). Jednym z głównych powodów takiego stanu było zmniejszenie przez firmy zakupów sprzętu komputerowego. Obecnie ta sytuacja może ulec odwróceniu, gdyż wiele firm jest zmuszone do inwestycji w sprzęt pod pracę zdalną. Podkreślamy także, że w tamtych czasach 50% wydatków na IT stanowiły nakłady firm działających w bankowości i telekomunikacji oraz instytucji rządowych i to one przede wszystkim wstrzymały inwestycje. Wiele firm dostosowywało także budżety ze względu na znaczne osłabienie się PLN. W 2020 r. także spodziewamy się cięcia w budżetach na IT w bankowości, ale również wśród małych i średnich przedsiębiorstw i firm handlowych. Osłabienie PLN vs. EUR i USD także powinno mieć pewien negatywny wpływ na rynek IT w Polsce.

### Wydatki na IT w Polsce w latach 2002-2009



Źródło: IDC

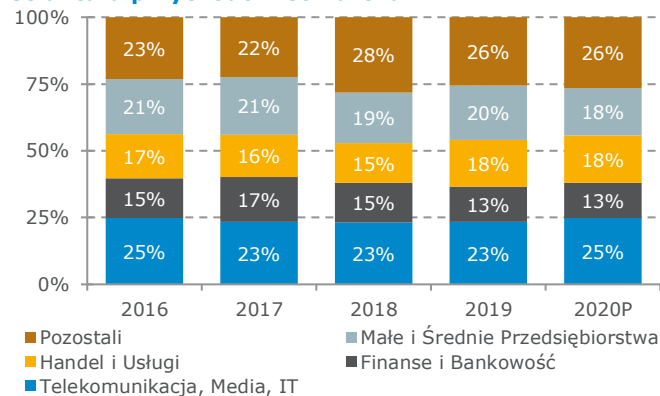


Jeszcze w styczniu'20, według IDC rok 2020 dla branży IT zapowiadał się dobrze (>+5%). W kwietniu IDC opublikowało kolejną korektę – w 2020 roku rynek skurczy się o 2,7% względem roku 2019. Koronawirus najbardziej powinien dotknąć producentów urządzeń. Zarówno komputerów osobistych, tabletów, smartfonów, jak i urządzeń peryferyjnych. W tym segmencie wydatki mają spaść aż o 8,8% R/R. Pandemia szczególnie mocno uderzy w rynek smartfonów. O 2% spadną również wydatki na usługi informatyczne oraz nakłady na oprogramowanie. IDS spodziewa się, że w nowej rzeczywistości przedsiębiorstwa będą szybko reagować na zmieniające się otoczenie. Podzielamy tę opinię. Wzrosną natomiast wydatki na infrastrukturę. IDC spodziewa się, że ten sektor mimo pandemii urośnie w tym roku o 5,3%, głównie w rejonie wydatków na infrastrukturę jako usługę (IaaS) i rosnące nakłady na chmurę.

## Korekta prognoz w obliczu kryzysu

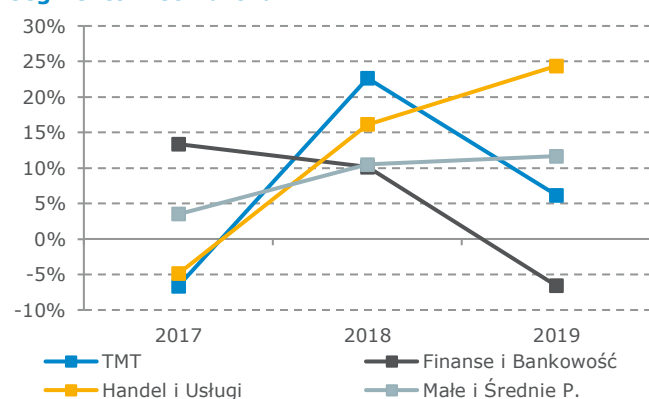
W związku z powyższym, obniżamy nasze prognozy dla Comarchu. Nasza nowa prognoza wzrostu przychodów to +1,8% vs. +7,7% poprzednio. Spodziewamy się, że w 2H'20: (1) zmniejszy się ilość zamówień z segmentu małych i średnich przedsiębiorstw oraz (2) niektóre instytucje finansowe mogą wprowadzać oszczędności na IT, zwłaszcza, że już w 2019 r. przychody z tego sektora spadły o 6,6%, (3) po bardzo udanym roku w segmencie przemysł i utilities (blisko +30%), dynamika przychodów nieco spowolni. Z drugiej strony zakładamy pewne ożywienie w obszarze administracji publicznej. Sądzymy, że sektor publiczny może być zmotywowany do utrzymywania bądź nawet zwiększania nakładów na IT celem wspomożenia gospodarki.

## Struktura przychodów Comarchu



Źródło: Comarch. mBank

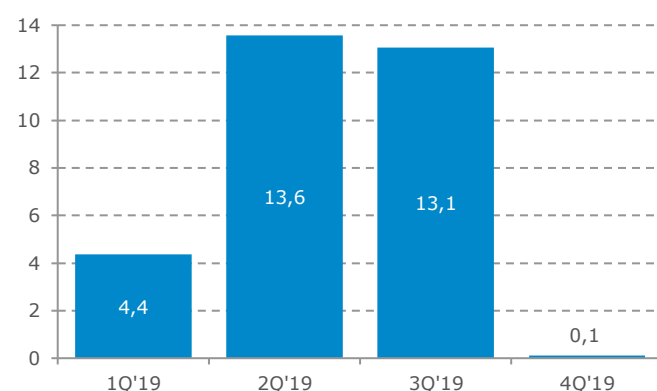
## Historyczna dynamika wzrostu wybranych segmentów Comarchu



Źródło: Comarch. mBank

Zwracamy także uwagę na spowolnienie w 4Q'19 w rozpoznawaniu przychodów z kontraktów długoterminowych w wyniku stosowania standardu MSSF 15 od 2018 r., w wyniku którego część przychodów uzyskiwanych ze sprzedaży licencji na oprogramowanie Comarch jest rozliczana w czasie, zgodnie ze stopniem zaawansowania realizacji projektów. Wpływ MSSF 15 na przychody w 4Q'19 wyniósł tylko 0,1 mln PLN. W całym 2019 r. efekt MSSF15 „dodał” do przychodów >31,1 mln PLN. Jeśli efekt MSSF15 miałby być dużo mniejszy po 4Q'19, będzie to kolejny czynnik wspierający naszą tezę o stagnacji przychodów w 2020 r.

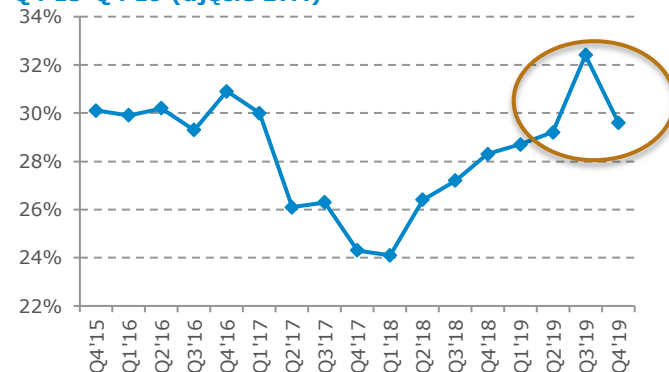
## Wpływ MSSF15 na przychody poszczególnych kwartałów (mln PLN)



Źródło: Comarch. mBank

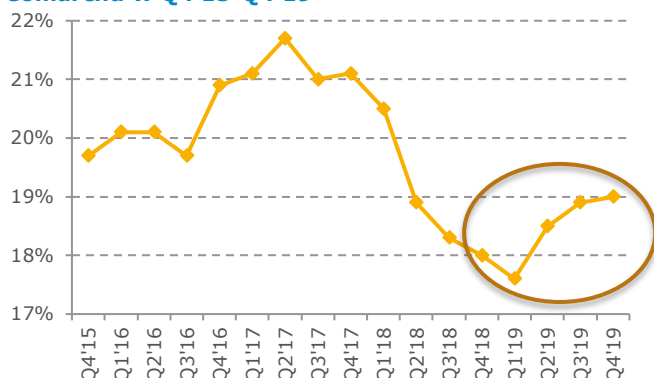
Wzrost zakładanego przez nas poziomu rentowności w Comarchu zatrzymał się w 4Q'19. Na poziom rentowności w 2020 r. wpływ będzie mieć osłabienie się PLN vs. EUR oraz USD (korzystny). Jednak z drugiej strony należy pamiętać, że zysk brutto na sprzedaży w 2019 r. był podniesiony przez odwrócenie rezerwy na ZUS (>24 mln PLN). Stąd, naszym zdaniem należy się spodziewać spadku marży R/R. Nasze założenie to 28,1% (-1,2 p.p.). Nieco wzrósł także stosunek kosztów SG&A do przychodów (ok. 1 p.p. w 2019 r. R/R). Sądzymy, że ta relacja dalej wzrośnie w 2020 r. do 19,2%.

## Marża brutto na sprzedaży w Comarchu w Q4'15-Q4'19 (ujęcie LTM)



Źródło: Comarch. mBank

### Relacja kosztów SG&A do przychodów (ujęcie LTM) w Comarchu w Q4'15-Q4'19



Źródło: Comarch. mBank

Podsumowując, Comarch powinien starać się odpowiadać na pogorszenie się otoczenia w 2020 r. poprzez optymalizację bazy kosztowej, jednak naszym zdaniem będzie ona nieznaczna. Spółka może na przykład wstrzymać się od zatrudniania pracowników po stażach na dużą skalę, jak w poprzednich latach. Liczba pracowników produkcyjnych w latach 2016-19 wrosła o 18% (w tempie >4% rocznie).

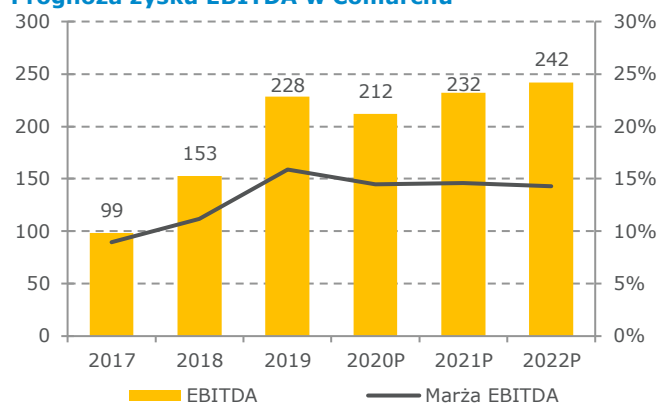
### Przeciętna liczba pracowników w Comarchu w latach 2016-19

	2016	2017	2018	2019
Produkcyjnych	4342	4369	4797	5103
Marketingu i sprzedaży	336	293	298	321
Kierownictwa i admin.	434	458	495	499
Pozostałych	487	518	501	525

Źródło: Comarch. mBank

Jednak nie zakładamy istotnych cięć. Sytuacja w 2020 r. nie powinna być na tyle zła by uzasadnić bardziej drastyczne ruchy. Stąd, wynik EBITDA szacujemy na 212,1 mln PLN -7% R/R.

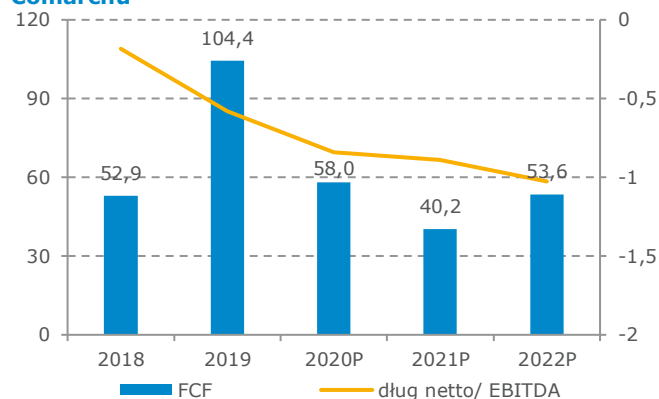
### Prognoza zysku EBITDA w Comarchu



Źródło: Comarch. mBank

Zakładamy, że Comarch będzie generować ok.40-60 mln PLN wolnych przepływów FCFE. Ich poziom w najbliższych latach będzie obniżony przez inwestycje w nieruchomości (budowy data center w USA na które przeznaczone zostanie 5-10 mln USD oraz budowy centrum treningowego MKS Cracovia w Rądcznej (nakłady rzędu 35-40 mln PLN).

### Prognoza FCFEs i poziomu zalewarowania w Comarchu



Źródło: mBank

**Rachunek wyników\***

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	1 369,6	1 437,4	1 463,0	1 593,3	1 692,3	1 765,4	1 840,2
zmiana	24,3%	5,0%	1,8%	8,9%	6,2%	4,3%	4,2%
Koszty sprzed. prod., usług, towarów i materiałów	1 008,0	1 016,7	1 051,4	1 145,0	1 223,2	1 281,0	1 340,3
Zysk brutto na sprzedaży	361,6	420,7	411,7	448,3	469,0	484,4	499,9
Pozostałe przychody operacyjne	20,2	34,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty sprzedaży i marketingu	139,4	145,5	146,7	159,7	169,6	177,0	184,5
Koszty ogólnego zarządu	106,1	127,9	133,7	139,7	145,3	151,1	157,2
Pozostałe koszty operacyjne	48,7	38,2	6,0	4,5	3,0	1,5	0,0
EBIT	87,5	143,4	125,3	144,4	151,1	154,8	158,2
marża	6,4%	10,0%	8,6%	9,1%	8,9%	8,8%	8,6%
Amortyzacja	65,2	84,9	86,8	87,9	90,7	93,9	97,2
EBITDA	152,7	228,3	212,1	232,3	241,8	248,7	255,4
marża	11,2%	15,9%	14,5%	14,6%	14,3%	14,1%	13,9%
Dział. finansowa	-14,0	-1,0	-25,0	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
Udział w zyskach/stratach jedn. stowarzyszonych	-11,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	62,5	142,4	100,3	140,9	147,6	151,3	154,7
marża	4,6%	9,9%	6,9%	8,8%	8,7%	8,6%	8,4%
Podatek	30,0	36,9	26,5	37,9	39,7	40,7	41,6
Zysk netto	30,6	104,8	73,8	103,0	107,9	110,6	113,1
marża	2,2%	7,3%	5,0%	6,5%	6,4%	6,3%	6,1%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13
EPS	3,76	12,89	9,08	12,67	13,27	13,60	13,91
CEPS	11,78	23,33	19,76	23,47	24,42	25,14	25,86
ROAE	3,5%	11,4%	7,4%	9,6%	9,2%	8,7%	8,4%
ROAA	1,9%	5,9%	3,9%	5,2%	5,1%	4,9%	4,8%

\*MSSF16 od 2019 r.



## Bilans\*

(mIn PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>AKTYWA</b>	1 740,3	1 842,7	1 920,0	2 057,6	2 191,5	2 317,0	2 417,0
Majątek trwały	821,2	796,7	808,7	847,0	882,6	893,6	904,5
Rzeczowe aktywa trwałe	551,1	539,6	561,6	610,5	657,1	679,8	703,3
Nieruchomości inwestycyjne	32,7	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6
Wartość firmy	42,2	40,7	40,7	40,7	40,7	40,7	40,7
Pozostałe wartości niematerialne	59,4	56,3	46,3	35,8	24,7	12,9	0,3
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2,8	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)	98,0	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9
<b>Majątek obrotowy</b>	919,1	1046,0	1111,3	1210,6	1308,9	1423,4	1512,5
Zapasy	97,2	90,7	94,8	104,2	112,5	119,0	125,7
Należności handlowe oraz pozostałe należności	435,4	430,2	442,2	486,4	521,8	549,8	579,1
Należne przychody z tyt. kontraktów długoterm.	134,8	193,9	197,3	214,9	228,2	238,1	248,2
Pozostałe	5,8	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Środki pieniężne	245,9	322,7	368,5	396,5	437,9	508,1	551,1
<b>PASYWA</b>	1 740,3	1 842,7	1 920,0	2 057,6	2 191,5	2 317,0	2 417,0
Kapitał własny	876,1	970,8	1 032,4	1 123,2	1 218,9	1 317,4	1 389,8
Zobowiązania długoterminowe	287,3	257,4	257,4	257,4	257,4	257,4	257,4
Kredyty i pożyczki	175,0	141,7	141,7	141,7	141,7	141,7	141,7
Rezerwa z tyt. odroczonego podatku doch.	43,6	48,7	48,7	48,7	48,7	48,7	48,7
Zob. finansowe wyceniane wg wartości godziwej	1,3	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Pozostałe zobowiązania finansowe (w tym leasing)	57,5	59,0	59,0	59,0	59,0	59,0	59,0
Inne zobowiązania	9,8	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Zobowiązania krótkoterminowe	576,9	614,6	630,3	677,0	715,2	742,3	769,8
Zob. handlowe oraz pozostałe zobowiązania	182,5	191,8	196,3	211,7	223,9	232,1	240,4
Zob. z tytułu bieżącego podatku doch.	9,0	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Zafakturowane przych. dot. kontraktów długoter.	163,8	172,8	178,7	194,6	207,9	217,8	227,8
Kredyty i pożyczki	40,3	41,1	41,1	41,1	41,1	41,1	41,1
Zob. finansowe wyceniane wg wartości godziwej	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania finansowe (w tym leasing)	17,6	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia	163,3	180,4	185,6	201,1	213,8	222,8	231,9
Dług	217,8	189,7	189,7	189,7	189,7	189,7	189,7
Dług netto	46,3	-58,3	-104,1	-132,1	-173,4	-243,6	-286,6
Dług netto bez MSSF16	-28,1	-133,0	-178,8	-206,8	-248,2	-318,3	-361,3
(Dług netto bez MSSF16 / Kapitał własny)	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
(Dług netto / EBITDA)**	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-1,0	-1,1
BVPS	107,7	119,4	126,9	138,1	149,9	162,0	170,9

\*MSSF16 od 2018 r., \*\* w 2018 r. bez uwzględnienia MSSF16

**Przepływy pieniężne\***

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	159,7	178,8	181,8	170,0	183,4	190,7	195,2
Zysk netto	30,6	104,8	73,8	103,0	107,9	110,6	113,1
Amortyzacja	65,2	84,9	86,8	87,9	90,7	93,9	97,2
Dział. finansowa	14,0	1,0	25,0	3,5	3,5	3,5	3,5
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	49,9	-12,0	-3,9	-24,5	-18,8	-17,3	-18,6
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-86,6	-45,0	-79,2	-106,7	-106,8	-85,2	-88,5
CAPEX	-86,6	-45,0	-79,2	-106,7	-106,8	-85,2	-88,5
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-35,6	-65,2	-56,8	-35,3	-35,3	-35,3	-63,7
Dług	-9,4	-32,5	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	-12,2	-40,7
Pozostałe (w tym płatności leasingowe)	-14,0	-20,6	-44,6	-23,1	-23,1	-23,1	-23,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	37,5	68,6	45,8	28,0	41,4	70,2	43,0
Środki pieniężne na koniec okresu	245,9	322,7	368,5	396,5	437,9	508,1	551,1
DPS (PLN)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	5,0
FCF	59,2	113,3	58,0	40,2	53,6	82,4	83,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	6,3%	3,1%	5,4%	6,7%	6,3%	4,8%	4,8%

\*MSSF16 od 2019 r.

**Wskaźniki rynkowe\***

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	55,8	16,3	23,1	16,6	15,8	15,4	15,1
P/CE	17,8	9,0	10,6	8,9	8,6	8,4	8,1
P/BV	1,9	1,8	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
P/S	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
FCF/EV	3,5%	6,9%	3,6%	2,6%	3,5%	5,6%	5,9%
EV/EBITDA**	11,0	7,2	7,6	6,8	6,3	5,9	5,6
EV/EBIT**	19,2	11,5	12,8	10,9	10,2	9,5	9,0
EV/S**	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8
DYield	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	2,4%
Cena (PLN)	210,0	210,0	210,0	210,0	210,0	210,0	210,0
Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
MC (mln PLN)	1 708	1 708	1 708	1 708	1 708	1 708	1 708
EV (mln PLN)	1 680	1 650	1 604	1 576	1 535	1 464	1 421

\*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 Biura 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 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](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, 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 13 maja 2020 o godzinie 08:36.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 13 maja 2020 o godzinie 08:36.

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 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](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)** – wyliczona 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	kupuj
data wydania	2019-11-25	2019-07-25
cena docelowa (PLN)	250,00	231,00
kurs z dnia rekomendacji	189,50	178,50

**mBank S.A.**

Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

Kamil Kliszczyk  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszczyk@mbank.pl](mailto:kamil.kliszczyk@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

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

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniakowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniakowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

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

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

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

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

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

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

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