

Comp

Trzymaj

Kasa w kasach

Grupa Comp specjalizuje się w rozwiązaniach z zakresu bezpieczeństwa IT, bezpieczeństwa sieciowego i rozwiązaniach dla rynku handlu oraz usług. Jest liderem na polskim rynku urzędów fiskalnych (marki Novitus oraz Elzab), co w kontekście zmian ustawowych wprowadzających w Polsce fiskalizację online, otwiera przed spółką perspektywę na znaczne wzrosty wyników w segmencie *Retail* w horyzoncie 5-6 lat (największy wpływ w latach 2019-20). Dodatkowy długoterminowy upside widzimy w rozwoju najnowszego projektu *M/platform* będącego innowacyjną koncepcją platformy usługowej dla małych i średnich detalistów oraz producentów, umożliwiającą ich bezpośrednią współpracę.

Zmiany na rynku kas fiskalnych w Polsce stwarzają dobre momentum wynikowe dla Spółki już od 2H'19. ~345 tys. podatników zostało objętych obowiązkiem wymiany kas w latach 2019-20, a dodatkowe 600 tys. urzędów dwurolkowych będzie musiało zostać wymienionych w ciągu kolejnych 5-6 lat. Blisko 50% udział Comp w tym segmencie rynku przełoży się na **istotny wzrost przychodów i zysków ze sprzedaży urzędów fiskalnych**, zauważalny już w wynikach 2H'19. Jego kumulację przewidujemy na rok 2020. Dodatkowe zyski z tego tytułu w latach 2019-20 szacujemy na ok. 22 mln PLN zysku EBITDA w 2019 oraz blisko 60 mln PLN zysku EBITDA w 2020r.

Nowy segment M/platform. Ze względu na obowiązkowe wprowadzenie kas fiskalnych z modulem podłączonym do sieci, trwająca fiskalizacja online otwiera przed spółką dodatkowe perspektywy rozwoju oraz furtkę do oferowania usług dla nowej grupy klientów. Comp wkracza obecnie do ostatniej fazy nowego projektu biznesowego M/platform. Jest to platforma usługowa dla małych i średnich detalistów i producentów, która w oparciu o dane z kas fiskalnych (paragonów) może być zarówno narzędziem analitycznym jak i platformą łączącą przedsiębiorcę z producentem. Spółka jest już po przeprowadzeniu pierwszej fazy pilotażu na bazie blisko 1tys. sklepów i obecnie intensywnie pracuje nad rozwojem bazy odbiorców (obecnie ~3tys. punktów i dynamika przyrostu na poziomie ~1000 użytkowników m/m) oraz klientów (spółka współpracuje już m.in. z Grupą Żywiec). Naszym zdaniem rynek nie dyskontuje prawdopodobieństwa rozwoju tego segmentu biznesowego w Spółce, który szacujemy na potencjalnie 6-7 mln PLN dodatkowego zysku EBITDA rocznie (przy założeniu 15 tys. przyłączonych użytkowników). Na ten moment powodzenie pomysłu uzależnione jest od tempa i liczby pozyskanych klientów, dlatego potencjalny dodatkowy upside projektu wyceniamy osobno i nie uwzględniamy go w prognozach P&L (uwzględniamy w wycenie DCF).

Obok segmentu Retail, stabilnym i powtarzalnym źródłem przychodów (~50%) w Spółce są rozwiązania IT, które Grupa oferuje głównie w zakresie bezpieczeństwa. W tym segmencie Comp współpracuje najczęściej z instytucjami państwowymi oraz dużymi korporacjami.

Do wyznaczenia ceny docelowej Comp używamy w 100% metody DCF, która sugeruje 70,8 PLN na akcję oraz +4% upside. Rekomendacja Trzymaj.

mIn PLN	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	563,7	541,1	677,9	821,4	1 092,4	811,2
EBITDA	44,9	45,5	69,2	85,1	132,7	75,1
EBIT	18,2	22,9	42,4	51,4	94,8	34,2
Zysk netto	-6,5	0,2	56,8	37,4	72,9	39,7
EPS (PLN)	-1,1	0,0	9,6	6,3	12,3	6,7
P/E (x)	-	-	7,1	10,8	5,5	10,1
EV/EBITDA (x)	12,5	12,7	8,4	6,7	3,9	5,8
P/BV (x)	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,2%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

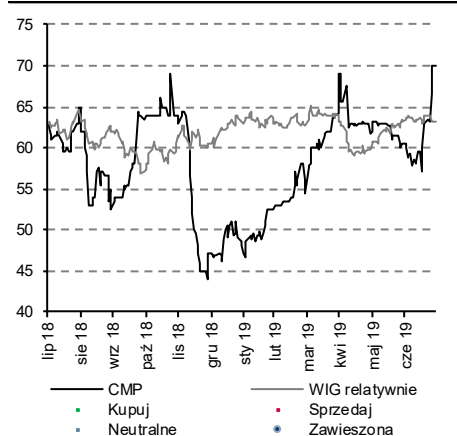
Cena docelowa: 70,8 PLN

Potencjał wzrostu: +4%

DANE SPÓŁKI

Ticker	CMP		
Sektor	IT		
Kurs (PLN)	68,00		
52 tyg. min/max (PLN)	44 / 70		
Liczba akcji (mln szt.)	5,9		
Kapitalizacja (mIn PLN)	402		
Free-float	68,8%		
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	0,12		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	12,6%	5,9%	8,8%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data Wycena
AKCJONARIAT	Udział %
Comp S.A.	15,6%
MetLife OFE	14,0%
Rockbridge TFI	13,8%
NN OFE	9,8%
Jacek Papaj	9,7%

WAŻNE DATY

Raport II kw. '19	30.08.2019
-------------------	------------

ANALITYK

Martyna Szymczykowska

Comp

 Bloomberg ticker **CMP PW**
Rekomendacja
Trzymaj
Cena docelowa (PLN)
72
Kurs (PLN)
68,00
Potencjał wzrostu
6,3%

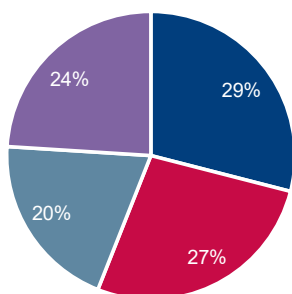
Poprzednia rekomendacja -

Poprzednia cena docelowa (PLN) -

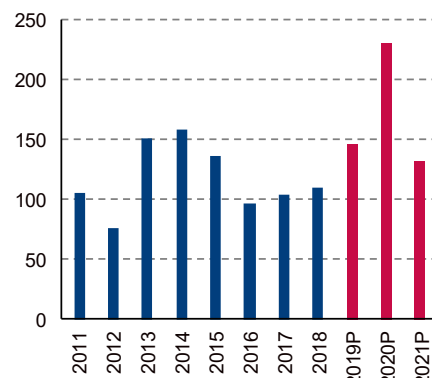
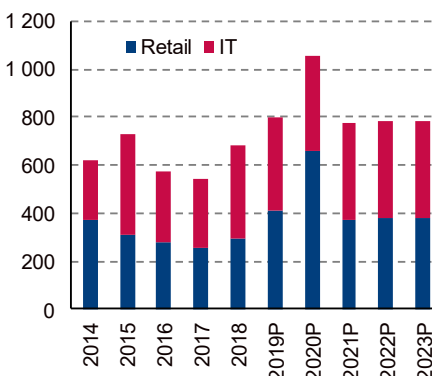
Liczba akcji (mln) 5,9

Kapitalizacja (mln PLN) 402

EV (mln PLN) 610

Udział w rynku urządzeń fiskalnych w Polsce


■ Posnet ■ Novitus ■ Elzab ■ Pozostali

Liczba sprzedanych urządzeń w tys. szt.

Dywersyfikacja przychodów


Wskaźniki rynkowe	2017	2018	2019P	2020P	2021P
P/E (x)	-	7,1	10,8	5,5	10,1
P/E skor. (x)	-	7,1	14,3	6,3	25,6
P/BV (x)	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (x)	15,0	8,8	7,5	4,4	7,6
EV/EBITDA skor. (x)	15,0	8,8	7,5	4,4	7,6
EV/Sprzedaż (x)	1,3	0,9	0,8	0,5	0,7
FCF Yield (%)	-4,8%	-9,4%	7,8%	14,5%	31,4%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,2%

Wskaźniki finansowe	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EPS (PLN)	0,0	9,6	6,3	12,3	6,7
EPS skor. (PLN)	0,0	9,6	4,8	10,8	2,7
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6
BVPS (PLN)	75,6	85,0	91,0	103,4	106,5
Liczba akcji (mln)	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Kapitalizacja (mln PLN)	402	402	402	402	402
EV (mln PLN)	624	610	637	590	572

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	541,1	677,9	821,4	1 092,4	811,2
Koszt własny sprzedaży	387,7	480,5	597,1	791,6	603,8
Zysk brutto ze sprzedaży	153,3	197,4	224,3	300,9	207,5
EBITDA	45,5	69,2	85,1	132,7	75,1
EBITDA skor.	45,5	69,2	85,1	132,7	75,1
Amortyzacja	22,6	26,9	33,8	37,9	40,9
EBIT	22,9	42,4	51,4	94,8	34,2
Zysk brutto	7,6	24,7	34,7	78,6	19,4
Zysk mniejszości	0,5	-1,1	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	0,2	56,8	37,4	72,9	39,7
Zysk netto skor.	0,2	56,8	28,1	63,6	15,7

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy z działalności operacyjnej	15,6	2,0	85,3	102,6	160,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-27,9	11,4	-53,4	-43,4	-33,1
CAPEX	-34,9	-39,8	-54,0	-44,1	-34,3
Przepływy z działalności finansowej	10,4	4,2	-26,5	-17,0	-87,1
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	-21,1
FCF	-19,3	-37,8	31,3	58,4	126,4
Przepływy pieniężne netto	-1,8	17,6	5,3	42,2	40,5

Bilans (mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	846,7	934,9	1 009,2	1 163,5	1 052,9
Rzeczowe aktywa trwałe	69,9	68,8	70,5	71,9	73,1
Wartość firmy	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8
Wartości niematerialne i prawne	431,4	445,3	464,0	468,8	461,0
Gotówka	35,0	53,8	57,1	99,4	139,9
Pasywa	846,7	934,9	1 009,2	1 163,5	1 052,9
Kapitał własny	447,5	503,3	538,7	611,7	630,2
Kapitały mniejszości	19,5	20,5	20,5	26,8	25,6
Zobowiązania oprocentowane	256,5	261,0	291,8	287,4	309,3
Dług netto skor.	221,5	207,2	234,7	188,0	169,5
Kapitał obrotowy netto	112,7	157,7	237,6	353,9	187,2

Wskaźniki operacyjne	2017	2018	2019P	2020P	2021P
wzrost sprzedaży (%)	-4%	25%	21%	33%	-26%
wzrost EPS skor. (%)	-	32940%	-51%	126%	-75%
marża brutto na sprzedaży (%)	28,3%	29,1%	27,3%	27,5%	25,6%
marża EBITDA skor. (%)	8,4%	10,2%	10,4%	12,1%	9,3%
marża EBIT (%)	4,2%	6,2%	6,3%	8,7%	4,2%
marża netto skor. (%)	0,0%	8,4%	3,4%	5,8%	1,9%
ROE (%)	0,0%	12,0%	5,4%	11,1%	2,5%
ROA (%)	0,0%	6,4%	2,9%	5,9%	1,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	6,5%	5,9%	6,6%	4,0%	4,2%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,5	1,5	1,6	1,2	0,8
Dług netto/kapitał własny (x)	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
Dług netto/EBITDA (x)	4,9	3,0	2,8	1,4	2,3
Cykl konwersji gotówki (dni)	64	64	86	103	124
Cykl rotacji zapasów (dni)	51	56	62	62	73
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	103	93	93	88	114
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	91	84	69	46	63

Źródło: Spółka, Trigon DM

Podsumowanie inwestycyjne

Equity story

Grupa Comp to spółka technologiczna wyspecjalizowana w rozwiązaniach z zakresu bezpieczeństwa IT, bezpieczeństwa sieciowego i rozwiązaniach dla rynku handlu oraz usług. Jest liderem na polskim rynku urządzeń fiskalnych (marki Novitus i Elzab) z około 50% udziałem.

Zmiany w otoczeniu regulacyjnym korzystne dla Spółki

Comp jest beneficjentem zmian ustawowych, które zostały już przyjęte (1 maja 2019r.) i czekają na realizację. Korzyści powinny być dla Spółki dwuwymiarowe: (1) Istotny wzrost przychodów i zysków ze sprzedaży urządzeń fiskalnych, co powinno przełożyć się na osiągnięcie zysku EBITDA w 2020r. na poziomie 126,2 mln PLN; (2) Możliwość rozwoju nowej linii biznesowej związanej z dodatkowymi usługami świadczonymi dla klientów detalicznych. Jest to możliwe ze względu na obowiązkowe wprowadzenie kas fiskalnych z modułem podłączonym do sieci, co otwiera furtkę do oferowania usług dla nowej grupy klientów. W przypadku powodzenia projekt M/platform byłby nową linią biznesową Compa, która nie jest naszym zdaniem obecnie wyceniana przez rynek. Potencjał nowego biznesu szacujemy na 6-7 mln PLN dodatkowego zysku EBITDA rocznie (przy założeniu 15 tys. przyłączonych, analiza scenariuszy na str.11)

Zmiany na rynku kas fiskalnych – dobre momentum wzmacniające wyniki od 2H'19

Zmiany w Ustawie o podatku od towarów i usług oraz Ustawy Prawo o miarach weszły w życie 1 maja 2019r., nakładając obowiązek wymiany tradycyjnych urządzeń fiskalnych na kasy fiskalne online. Wymiany sprzętu będą miały zauważalny wpływ na wyniki Spółki począwszy od 2H'19 i powinny być głównym katalizatorem wzrostu wyników w 2020r. (126,2 mln PLN zysku EBITDA vs. 82,3 mln PLN w 2019). Comp jest największym graczem na rynku kas fiskalnych (udział rynkowy ~50%), a szacunkowy popyt na nowe urządzenia zakłada ~345 tys. podatników objętych obowiązkiem wymiany kas w latach 2019-2020. W kolejnych latach wymianie będzie podlegało dodatkowe 600 tys. urządzeń. Dodatkowe przychody i zyski w latach 2019-20 szacujemy na 215 mln PLN przychodów i ~22 mln PLN zysku EBITDA w 2019r. oraz 370 mln PLN przychodów blisko 60 mln PLN zysku EBITDA w 2020r. Po zakończeniu procesu fiskalizacji online, ze względu na cykl życia produktu (5-7 lat) szacujemy popyt odtworzeniowy na kasy fiskalne w Polsce na poziomie 200 tys. kas rocznie, z czego ~100tys. powinno przypadać na Grupę Comp. Odpowiada to powtarzalnym przychodom na poziomie ok. 280 mln PLN rocznie.

Nowy segment M/platform

Comp wkracza obecnie do ostatniej fazy nowego projektu biznesowego – M/platform. Jest to platforma usługowa dla małych i średnich detalistów i producentów, która w oparciu o dane z kas fiskalnych (paragonów) może być zarówno narzędziem analitycznym jak i platformą łączącą przedsiębiorcę z producentem. Spółka jest już po przeprowadzeniu pierwszej fazy pilotażu na bazie blisko 1tys. sklepów i obecnie intensywnie pracuje nad rozwojem bazy odbiorców (obecnie szacujemy liczbę funkcjonujących punktów na ok. 3 tys. i dynamika przyrostu na poziomie ~1000 użytkowników m/m) oraz klientów (spółka współpracuje już m.in. z Grupą Żywiec). Strategia Grupy zakłada w pierwszej kolejności pozyskanie dużego producenta w każdej z istotnych kategorii koszyka zakupowego. M/platform powstaje w oparciu o umiejętności wypracowane w pozostałych segmentach spółki, co w naszej opinii zwiększa szansę na powodzenie nowej linii biznesowej. Comp może posilkować się zarówno doświadczeniem na rynku kas fiskalnych i jak ochrony i przetwarzania danych. Daje to przewagę nad konkurentami, którzy zazwyczaj posiadają kompetencje tylko w jednym

z tych segmentów. Naszym zdaniem rynek nie dyskontuje prawdopodobieństwa rozwoju tego segmentu biznesowego w Spółce, który szacujemy na potencjalnie 6-7 mln PLN dodatkowego zysku EBITDA rocznie (przy założeniu 15 tys. przyłączonych, analiza scenariuszy na str.11)

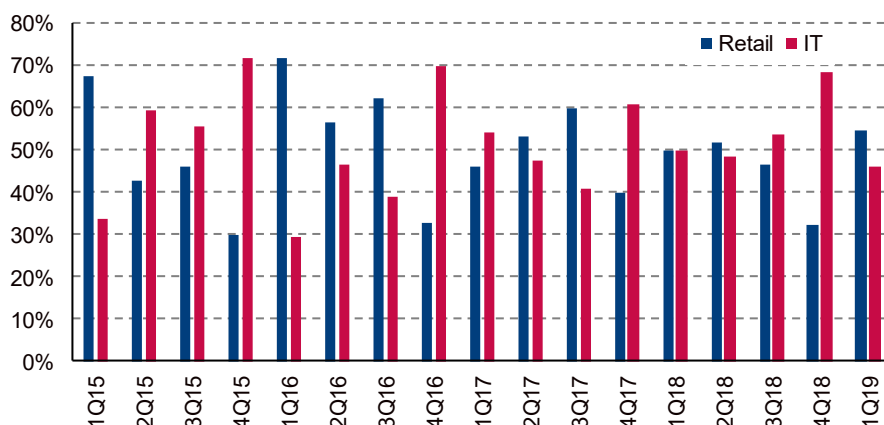
Powrót do dywidendy

Fiskalizacja online generuje zwiększony popyt na nowe urządzenia, czyli konieczność przeskalowania produkcji oraz zwiększony kapitał obrotowy. Spółka przygotowuje się do tego począwszy od przełomu 2018/2019, dlatego w najbliższym horyzoncie skala inwestycji powinna być mniejsza niż w ostatnich latach (< 20 mln PLN). Oczekujemy dobrego momentum wynikowego od 2020 roku, wspieranego potencjalnymi płatnościami ze sprzedaży pozostałych 45% spółki Paytel (max. 200 mln PLN, płatność uzależniona od wyników w latach 2018-2020, obecne plany sprzedażowe zgodne z oczekiwaniami spółki, dodatkowy upside to udział PayTel w programie Polska Bezgotówkowa). Widzimy szansę na wypłatę dywidendy z zysku za 2020 rok (DY=5%), kiedy większość inwestycji zostanie już poniesiona, a spółka będzie stopniowo zmieniać swój model biznesowy w kierunku działalności opartej głównie o rozwiązania i usługi. Polityka dywidendowa spółki przyjęta w 2014 r. zakłada wypłatę w formie dywidendy do 50% skonsolidowanego zysku netto Grupy.

Ugruntowana pozycja w legacy biznes oraz dywersyfikacja przychodów

W obecnie prowadzonych przez Comp liniach biznesowych (retail oraz IT) Spółka posiada ugruntowaną pozycję. W ciągu 28 lat doświadczenia na rynku, Comp wypracował strategiczne kompetencje w obydwu segmentach rynkowych swojej działalności. Na mocno skoncentrowanym rynku urządzeń fiskalnych w Polsce zajmuje pozycję lidera z około 50% udziałem (największy konkurent Posnet ma ok. 29% udziałów w rynku). W segmencie bezpieczeństwa IT korzysta z wypracowanego zaufania i długofalowych relacji niezbędnych do współpracy w specyficznym segmencie ochrony danych w administracji państwowej, służbach ochrony państwa, czy instytucjach finansowych. Uśredniając historycznie segmenty zapewniają przychody w proporcji blisko 50:50 (z wyjątkiem okresów objętych obowiązkową fiskalizacją kolejnych grup podatników zapewniających jednorazowe przychody w segmencie Retail). Obydwa segmenty różnią się zarówno specyfiką świadczonych produktów i usług, grupą docelową odbiorców, jak i czynnikami zewnętrznymi, które mogą bezpośrednio wpływać na popyt lub sentyment na rynku (w retailu są to np. zmiany regulacyjne, w IT wielkość dofinansowań projektów z funduszy UE czy wydatki na obronność i cyfryzację). Podsumowując, *legacy biznes* Spółki powinien charakteryzować się stabilnością oraz generowaniem gotówki niezbędnej do inwestycji w nowe obszary biznesowe.

Comp: udział w przychodach wg segmentów działalności:



Źródło: Spółka

Strategia i model biznesowy

Grupa Comp w ciągu 28 lat działalności wypracowała znaczącą pozycję rynkową w Polsce i obecnie pozycjonuje się jako pionier w zakresie bezpieczeństwa specjalnego, cyberbezpieczeństwa, podpisu elektronicznego, rozwiązań z zakresu autoryzacji i uwierzytelniania (segment IT) oraz dostawca usług i rozwiązań dla detalu (w tym rozwiązań fiskalnych oferowanych pod markami Novitus i ELZAB), wspomagających pracę handlu i logistyki, usług serwisowych czy utrzymania infrastruktury (segment Retail & M/platform).

Spółka świadczy usługi kompleksowo od opracowania koncepcji, przez projekt, dobór optymalnej technologii, wdrożenie, stworzenie procedur eksploatacyjnych, po opiekę serwisową, konsultacje czy szkolenia. Comp oferuje rozwiązania w oparciu o infrastrukturę klienta oraz w modelu outsourcingu, integrując produkty własne z rozwiązaniami innych producentów sprzętu i oprogramowania.

Strategia spółki zakłada koncentrację na trzech filarach: (1) produkcji urządzeń fiskalnych (2) integracji IT oraz (3) usług w ramach M/platform .

- 1) **Urządzenia fiskalne to jeden z filarów Segmentu Retail**, produktowo obejmuje kasy fiskalne, urządzenia i systemy kasowe, urządzenia i akcesoria do rejestracji i zarządzania sprzedażą, takie jak: wagi elektroniczne, sprawdzarki cen, drukarki nefiskalne, drukarki etykiet, szuflady kasowe, modemy kasowe i multipleksery, wagi kalkulacyjne, metkujące czy elektronicznych. Grupa Comp od wielu lat utrzymuje się na pozycji lidera polskiego rynku urządzeń fiskalnych. **Strategia na najbliższe lata** obejmuje realizację założeń wynikających z wprowadzenia przepisów obowiązkowej fiskalizacji online, tj. wymiany urządzeń fiskalnych na kasy online dla branż, które w opinii organów najbardziej narażone są na nieprawidłowości związane z ewidencjonowaniem. Kolejne grupy podatników będą przyłączane kolejno 31 grudnia 2019r., 30 czerwca 2020r. oraz 31 grudnia 2020r. i w okresie tym przewiduje się wymianę ok. 345tys. urządzeń, a docelowo możliwa jest wymiana ok. 1,2 mln urządzeń offline w ciągu 5-6 lat.
- 2) **Segment bezpieczeństwa (IT)** podzielić można na (I) bezpieczeństwo specjalne, (II) bezpieczeństwo korporacyjne i sieci, (III) rozwiązania systemowe oraz (IV) System Dozoru Elektronicznego (Enigma). Oferowane rozwiązania dotyczą przede wszystkim bezpieczeństwa systemów i danych np. dużych przedsiębiorstw z obszarów: przemysł, energetyka, telekomunikacja, bankowość i finanse, w tym zarządzających tzw. infrastrukturą krytyczną kraju czy rozwiązań przeznaczonych do budowy informatycznych systemów ochrony informacji niejawnych dla MON. **Główne perspektywy rozwoju** segmentu to oferowanie SDE w innych krajach oraz szerszej grupie docelowej w Polsce (na skutek zmian prawnych), projekty z funduszy UE, wdrożenia własnych produktów softwareowych w instytucjach publicznych (obecnie ŻW, KGSG, CBA) oraz współtworzenie od strony technicznej rozwiązań dla segmentu Retail (zaangażowanie w projekt M/platform).
- 3) **M/platform** to najmłodszy projekt wyodrębniony ze struktur segmentu Retail będący platformą usługową łączącą producentów FMCG oraz małych i średnich detalistów, która w oparciu o możliwości oraz dane z kas fiskalnych (paragonów) pozwala rozwijać ofertę punktów handlowych poprzez ułatwianie raportowania wyników sprzedaży, zdalne zatowarowanie czy rozliczanie promocji (PromoPlus), Cały projekt opiera się na bezpośredniej współpracy z największymi producentami popularnych dóbr z „koszyka zakupowego” (zaangażowana jest już m.in. Grupa Żywiec), którzy obok detalistów mają być beneficjentami nowego rozwiązania. Szansa na rozwój projektu M/platform jest przez Grupę Comp traktowana jako możliwość wejścia w nową perspektywiczną niszę rynkową oraz **stopniową zmianę modelu biznesowego, w kierunku długoterminowych relacji opartych o rozwiązania i usługi.**

Element strategii grupy to także umacnianie pozycji na rynkach eksportowych (obecnie <10% przychodów spółki) oraz wychodzenie na nowe rynki zarówno ze sprzedażą własnych produktów i

technologii jak i implementacji projektu M/platform. Potencjał do wdrożenia M/platform zagranicą widzimy na rynkach, które również, przynajmniej częściowo, wprowadziły fiskalizację online, tj. Węgry, Czechy, Słowacja, Chorwacja, Bułgaria, Turcja, Kenia.

Zaktualizowana strategia Grupy na lata 2019-2020 zakłada ponadto:

- Ok. 80 mln PLN EBITDA w '19 i ok. 130 mln PLN w '20 (uwzględniając w szacunkach wpływ aktualnego otoczenia prawnego i biznesowego oraz bieżącą wielkość portfela zamówień we wszystkich segmentach biznesowych grupy)
- Rozwój strategii sprzedażowej i marketingowej M/platform, nakierowany jest w krótkim terminie na zbudowanie portfela kluczowych produktów FMCG oraz osiągnięcie adekwatnej liczby punktów handlowych uczestniczących w projekcie.
- Powrót do wypłacania dywidendy po 2020 roku - spółka przyjęła w 2014r. politykę dywidendową zakładającą wypłatę do 50% skonsolidowanego zysku netto Grupy w formie dywidendy.

Comp wypłacił swoją jedyną jak dotąd dywidendę w roku 2015 z zysku za 2014r. (DPS =1 ,06 PLN). Jednocześnie we wcześniejszych latach (2010-2014) Grupa COMP w ramach polityki redystrybucji przeprowadziła 3 skupy akcji własnych (łącznie 630.352 akcje) o łącznej wartości 43,23 mln PLN. W posiadaniu COMP S.A. oraz spółki zależnej COMP Centrum Innowacji sp. z o.o. jest łącznie 1.136.279 akcji spółki.

Fiskalizacja online

Wejście w życie nowelizacji Ustawy o podatku od towarów i usług oraz Ustawy Prawo o miarach (1 maja 2019r.) uruchomiło długo wyczekiwaną procedurę obowiązkowej wymiany urządzeń dla poszczególnych grup podatników, jednocześnie dając możliwość oszacowania zapotrzebowania rynku w kolejnych etapach:

- **Etap I:** ~345 tys. podatników w okresie 2019-20
- **Etap II:** wymiana ~600 tys. urządzeń dwurolkowych w ciągu 5-6 lat
- **Etap III:** pozostałe urządzenia offline u wszystkich podatników (ok 1,2mln urządzeń łącznie)

Comp posiada ~50% udział w rynku fiskalnym w Polsce.

Wymianę urządzeń determinuje również zakaz sprzedaży tzw. kas „dwurolkowych” od września 2019 roku i kas z elektroniczną kopią paragonów od roku 2023, a także całkowity zakaz wymiany pamięci w kasach „dwurolkowych” od maja 2019 r.

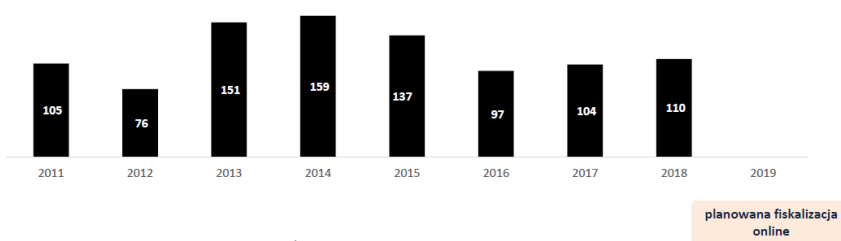
Obowiązkową wymianą objęte będą branże najbardziej narażone na nieprawidłowości w opinii organów kontrolnych, tj.:

- **Do 31 grudnia 2019 roku** podatnicy świadczący usługi: motoryzacyjne i wulkanizacyjne oraz dokonujący sprzedaży benzyny silnikowej, oleju napędowego, gazu przeznaczonego do napędu silników spalinowych.
- **Do 30 czerwca 2020 roku** podatnicy świadczący usługi: gastronomiczne, hotelarskie i sprzedaż węgla.
- **Do 31 grudnia 2020 roku** podatnicy świadczący usługi: fryzjerskie, kosmetyczne i kosmetyczne, lekarze, stomatolodzy, prawnicy oraz usługi fitness.

Sprzedaż kas fiskalnych online do sieci dealerskiej oraz do detalistów Grupa rozpoczęła już w pierwszej połowie 2019 r.

Comp: liczba sprzedanych urządzeń fiskalnych

Liczba sprzedanych urządzeń fiskalnych - kraj i eksport (ELZ i NVS), tys. szt.



Źródło: Spółka

Obowiązek wymiany urządzeń dotyczący 345 tys. podatników w latach 2019-20 co pozwala oszacować popyt na urządzenia marek Novitus oraz Elzab na poziomie ok. 175 tys. urządzeń w tym okresie. Według szacunków Ministerstwa Finansów rynek fiskalny w Polsce to ok. 1,2 - 1,5 mln aktywnych urządzeń. Średnia długość życia kasy wynosi pomiędzy 5-7 lat lub do zapełnienia modułu fiskalnego, po czym kasa musi zostać wymieniona, dlatego – po zakończeniu procesu fiskalizacji online - zakładamy dodatkowy roczny popyt odtworzeniowy na kasy fiskalne w Polsce na poziomie 200 tys. (w latach w których nie ma nowych grup objętych obowiązkiem instalowania kas fiskalnych). Cena kasy fiskalnej kształtuje się na poziomie 1-2,5 tys. PLN w zależności od modelu i segmentu urządzenia, co daje roczny przychód w przedziale 280 mln PLN.

M/platform

M/platform to najmłodszy projekt wyodrębniony ze struktur segmentu Retail będący platformą usługową dla małych i średnich detalistów (FMCG), która w oparciu o możliwości oraz dane z kas fiskalnych (paragonów) pozwala rozwijać ofertę punktów handlowych. M/platform ma być narzędziem służącym do raportowania wyników sprzedaży, zdalnego zatowarowania czy rozliczania promocji (PromoPlus). Cały projekt opiera się na bezpośredniej współpracy z największymi producentami popularnych dóbr z „koszyka zakupowego” (obecnie zaangażowana jest już m.in. Grupa Żywiec), którzy obok detalistów mają być beneficjentami nowego rozwiązania.

Segment biznesowy M/platform powstał jako efekt zmian ustawowych nakładających obowiązek wprowadzenia kas fiskalnych z modułem podłączonym do sieci, co otwiera furtkę do oferowania usług dla nowej grupy klientów. Dzięki strategicznemu partnerstwu pomiędzy Comp S.A. oraz Grupą Żywiec powstały narzędzia umożliwiające (1) komunikację online dla urzędów fiskalnych, (2) integrację usług oferowanych detalistom, (3) nowe mechanizmy promocyjne:



Źródło: Spółka

Projekt M/platform jest dla grupy **strategiczną inwestycją**, do której przygotowuje się od kilku lat. Bazując na doświadczeniach z segmentu Retail oraz IT, spółka chce tworzyć platformę dedykowaną sklepikarzom handlu tradycyjnego oraz producentom z branży FMCG, która umożliwi ich bezpośrednią współpracę przy wyborze zaopatrzenia czy promocji, ograniczając rolę hurtownika wyłącznie do transportu. Docelowo platforma może rozwinąć się do systemu integrującego producentów, dostawców i detalistów (wybór online), a także klientów poprzez programy lojalnościowe. Wg szacunków PWC, ze względu na aktualne skomplikowane systemy rozliczania promocji, nawet 50% środków producenta zainwestowanych w promocję nie dociera do konsumentów. Jest to luka, której możliwość wypełnienia naszym zdaniem może skłonić producentów do przystąpienia do M/platform.

PromoPlus

Jedną z usług już dostępnych w ramach platformy jest **PromoPlus** służące do organizowania i rozliczania promocji na linii producent - detalista (usługi wcześniej ograniczonej dla detalistów w handlu tradycyjnym w takiej formie - do tej pory promocje ustalane na linii producent - hurtownik, hurtownik - detalista). Producenci mogą w sposób bezpośredni tworzyć i udostępniać promocje na swoje towary będące w ofercie punktów handlowych i usługowych należących do sieci punktów M/platform. Warunki każdej promocji akceptowane są przez detalistę według uznania.

Model działania PromoPlus:

1. Producent organizuje promocje na swoje towary, które pojawiają się w Panelu Detalisty
2. Właściciel sklepu wybiera promocje które go interesują; zaakceptowane promocje są automatycznie przesyłane do kasy fiskalnej i zmieniają ceny podczas sprzedaży towaru objętego promocją
3. Po sprzedaży towaru promocyjnego paragony są wysyłane do systemu centralnego M/platform gdzie są podliczane i dokonane jest rozliczenie promocji
4. Po rozliczeniu promocji zwrot dodatkowych środków przekazywany jest na konto właściciela sklepu w ciągu tygodnia.

Celem usługi jest zwiększenie konkurencyjności handlu tradycyjnego oraz ułatwienie współpracy z producentami, z pominięciem lub zmarginalizowaniem roli dystrybutora w tym łańcuchu, co zdaniem spółki powinno uczynić proces bardziej przejrzystym, a co za tym idzie efektywniejszym wynikowo (pieniądze po rozliczeniu promocji trafiają bezpośrednio do właściciela sklepu zgodnie z raportem sprzedanych towarów objętych promocją). Jednocześnie beneficjentem usługi są producenci, zwiększający swój udział w rynku, w wyniku wzrostu sprzedaży wynikającego z popularności promocji.

Docelowo usługa ma działać jako rozwiązanie *perfect store* dążące do maksymalizacji sprzedaży producenta w sklepie detalicznym poprzez ustalone standardy (np. widoczność na półce) angażując zarówno właścicieli sklepów, producentów, jak i terenowych przedstawicieli handlowych.

Statystyki sprzedaży

To drugi docelowy oraz długofalowy pomysł na rozwój platformy bezpośrednio związany z działalnością segmentu Retail. Usługi Statystyki Sprzedaży umożliwiają przetwarzanie danych paragonowych i prezentowanie ich w postaci raportów czy wykresów w czasie rzeczywistym. Jest to narzędzie do analizowania danych sprzedażowych, bazujące na realnych danych historycznych. Usługa zapewni m.in.:

- przewidywanie zapotrzebowania na towary na podstawie historycznych danych,
- wgląd w dzienny utarg,
- ranking najlepiej/najgorzej sprzedających się produktów,
- bilans sprzedaży produktów
- efektywność promocji
- Statystyki dotyczące sprzedaży sumarycznej, produktowej, średniej wartości paragonu etc.

Obecnie Grupa Comp w ramach PromoPlus i M/platform **współpracuje już z Grupą Żywiec oraz innymi producentami**. Zakończono roczny program pilotażowy PromoPlus trwający od maja 2018 r. w którym udział wzięło ponad 900 detalistów (1,5% detalistów z branży FMCG). Szacujemy, że obecnie liczba ta mogła sięgnąć blisko trzech tysięcy aktywnych użytkowników oraz kolejnych kilkuset zgłoszonych i oczekujących na instalację (czas instalacji to max 1 miesiąc). Szacujemy miesięczne przyrosty na poziomie ~1000 detalistów.

Wyniki pilotażu wskazują na wzrost sprzedaży towarów dzięki promocji o +6,3% dla całej kategorii produktowej vs. towary nieobjęte promocją, a dla Grupy Żywiec nawet kilka p.p. więcej (08.2018 – 05.2019 okres promocji vs bez promocji na podstawie danych odsprzedażowych z kas online). Dla poszczególnych towarów Grupy Żywiec wzrost sprzedaży produktów w promocji „Promo sztuki” przekroczył 100%.

Budowa skali

Główną wartością usług typu M/platform jest skala. Nawiązanie współpracy z największymi producentami dóbr FMCG z różnorodnych kategorii „koszyka zakupów” zwiększy atrakcyjność i przyciągnie detalistów, dzięki szerokiej ofercie promocji oraz bazie danych opartej na dużej i zróżnicowanej grupie. Z kolei przyłączanie się do projektu kolejnych producentów determinuje obecność detalistów. Niektórzy producenci mogą czekać z decyzją o przystąpieniu do M/platform do momentu osiągnięcia skali gwarantującej wymierne efekty czyli np. objęcia programem 20% rynku. Niemniej jednak strategia Grupy zakłada w pierwszej kolejności nawiązanie współpracy z co najmniej jednym dużym producentem w każdej istotnej kategorii koszyka zakupów FMCG.

Według szacunków Roland Berger rynek handlu detalicznego w Polsce to ok. 134 tys. sklepów, z tego 70-80 tys. to tzw. sklepy tradycyjne. Zakładamy więc osiągnięcie poziomu 10-15 tys. przyłączonych użytkowników w ciągu roku od zakończenia pilotażu oraz co najmniej jednego przedstawiciela z poszczególnych grup produktowych producentów FMCG w kategoriach: (1) napoje bezalkoholowe, (2) napoje alkoholowe, (3) wyroby tytoniowe oraz żywność, w tym: (4) nabiał (5) wyroby cukiernicze, (6) słone przekąski, (7) mrożonki, **jako krok milowy determinujący powodzenie przedsięwzięcia.**

Współpraca z Grupą Żywiec

Żywiec Investments Holding oraz Comp Centrum Innowacji utworzyły spółkę Comp Nowoczesne Rozwiązania Sprzedażowe w celu ułatwienia oraz przyspieszenia procesu komercjalizacji rozwiązań związanych z M/platform przy jednoczesnym rozdzieleniu kompetencji. Dzięki współpracy każda ze stron wnosi do spółki potrzebny know-how. Przedmiotem umowy jest implementacja usług dla handlu tradycyjnego oraz producentów FMCG w oparciu o systemy analityczne (integracja danych z kas fiskalnych) oraz możliwości wykonywania operacji zdalnych na kasach fiskalnych. Żywiec ze swojej strony zapewnia dotarcie do klienta dzięki wykorzystaniu doświadczonych przedstawicieli handlowych. Podstawowe usługi w ramach współpracy to m.in.: obsługa promocji organizowanych przez producenta (włącznie z rozliczeniami finansowymi z merchantami/detalistami), rozliczanie koszyka zakupów, prowadzenie Help Desk dla detalistów.

Monetyzacja

Oplata za korzystanie z usługi M/platform spoczywa na producencie. Choć obecna strategia spółki skupia się na pozyskiwaniu kolejnych współprac i budowaniu skali za pomocą preferencyjnych cen (np. 3 miesiące za darmo), docelowo płatności mają być rozliczane w modelu subskrypcyjnym, tj. opłata za *slot promocyjny*, przykładowo kilkadziesiąt groszy za slot na tydzień. (obecnie max. 100 slotów per sklep, opłata za zarezerwowany slot). W scenariuszu zakładającym opłatę w wysokości 50 gr. za slot tygodniowo i przy średnim wykorzystaniu ~50 dostępnych slotów w 15 tys. sklepów, otrzymujemy upside w wysokości ~20 mln PLN przychodów rocznie. Przy założeniu marży na poziomie 35% otrzymujemy dodatkowe +6,8 mln PLN zysku EBITDA rocznie, i uwzględniając 51% udziałów Grupy Comp w spółce zależnej, widzimy szansę na wygenerowanie przez M/platform dodatkowych 8-9 % wartości spółki.

Projekt M/platform ma być przede wszystkim udogodnieniem dla detalisty, który zgadza się na przetwarzanie danych i otrzymuje dostęp do podstawowych analiz i danych, trudnych do pozyskania w inny sposób. Otrzymuje on też unikalną możliwość bezpośredniej współpracy z producentem. W podstawowej wersji dostęp dla detalistów będzie bezpłatny, a niewielkie opłaty będą pobierane za dodatkowe funkcjonalności, np. poszczególne raporty sprzedażowe, w wysokości uzależnionej od szczegółowości, granulacji, timingu etc.

Poniżej przedstawiamy potencjalny dodatkowy roczny zysk EBITDA wynikający z monetyzacji M/platform, przy założeniu 35% marży EBITDA oraz opłacie w wysokości 50 gr za slot promocyjny za tydzień:

Szacunkowy roczny zysk EBITDA M/platform

EBITDA rocznie, mln PLN	liczba slotów promocyjnych								
	30	40	50	60	70	80	90	100	
liczba sklepów w tys.	5	1,4	1,8	2,3	2,7	3,2	3,6	4,1	4,6
	10	2,7	3,6	4,6	5,5	6,4	7,3	8,2	9,1
	15	4,1	5,5	6,8	8,2	9,6	10,9	12,3	13,7
	20	5,5	7,3	9,1	10,9	12,7	14,6	16,4	18,2

Źródło: Szacunki Trigon DM

Rynek i konkurencja

Na świecie, a nawet u naszych bliskich sąsiadów również wdrażane rozwiązania na kształt fiskalizacji online. Przykładowo na taką formę walki z szarą strefą oraz uszczelniania wpływów z podatku VAT zdecydowały się Węgry, Czechy, Chorwacja, Turcja, czy Bułgaria. Oprócz różnic dotyczących grup podatkowych objętych obowiązkiem wymiany urządzeń, odmienne są również sposoby ich funkcjonowania. Główną różnicą jest sposób i zakres komunikacji między kasami rejestrującymi a systemem centralnym. Można bowiem skonstruować system umożliwiający producentowi kasy dwustronną formę komunikacji (VPN) z urządzeniem, dzięki czemu (tak jak np. w Polsce i Turcji) do podłączonej kasy można wysyłać określone polecenia i usługi oraz odbierać komunikaty (przy odpowiednim zabezpieczeniu transmisji danych do struktur rządowych). Na Węgrzech z kolei wykorzystuje się wydzielony, zamknięty kanał komunikacji (APN), do którego dostęp ma wyłącznie węgierski urząd odpowiedzialny za podatki (NAV) oraz przedsiębiorca pracujący na kasie online. W takim modelu nie mógłby działać system podobny do M/platform ponieważ dostęp do danych paragonowych byłby zablokowany.

Z raportu KPMG pt. „Studium przypadku - System kas fiskalnych online w Polsce” wynika, że większość państw decyduje się na wykorzystanie kanału VPN, głównie ze względu na niższe koszty implementacji (część kosztów przenoszona na producenta kas). Nie mamy jednak informacji by w krajach tych działały firmy próbujące kompleksowo wykorzystać potencjał nowych regulacji, czyli zapewnić urządzenie, uzyskać dostęp do danych z tego kanału i jednocześnie integrować, agregować i przetwarzać te dane w taki sposób, by czerpać korzyści z ich odsprzedaży.

Na rynku możemy jednak znaleźć narzędzia konkurencyjne do niektórych funkcjonalności samego M/platform. Przykładowo *Connector Asseco* (dostęp do aktualnych informacji handlowych z obszaru sprzedaży oraz logistyki, wymiana danych na linii producent - partnerzy handlowi), rozwiązania SAP dla przedsiębiorców (np. *SAP Trade Promotion Management* - narzędzie wspomagające zarządzanie i realizację promocji) czy platforma zakupowa *NextBuy* (łączy kupców i dostawców, pozwala na zarządzanie zakupami, oferuje bazę dostawców, katalog produktów oraz zestawienia danych w postaci analiz i raportów). Takie rozwiązania IT wymagają do implementacji bezpośredniego dostępu do detalistów i producentów. Przewaga konkurencyjna Grupy COMP polega na połączeniu tych kompetencji.

Czynniki ryzyka

- **Ryzyko nieosiągnięcia skali projektu M/platform**

M/platform to najnowszy segment biznesowy spółki, obecnie w początkowej fazie rozwoju, jednak docelowo ma stać się strategicznym obszarem działalności grupy. Duża część nakładów związanych z jego wdrożeniem została już poniesiona. Warunkiem powodzenia i dalszego rozwoju platformy jest pozyskanie klientów i zbudowanie bazy użytkowników. Jeśli spółce nie uda się dotrzeć z ofertą do odpowiedniej liczby przedsiębiorców, perspektywa wzrostu w długim terminie może być mocno ograniczona.

- **Monetyzacja M/platform**

Obecnie prace nad rozwojem platformy skupiają się głównie na pozyskiwaniu klientów, a priorytetem jest budowa skali. Spółka chce nawiązać współpracę z największymi producentami FMCG z różnych kategorii produktowych i na ten moment oferuje im preferencyjne warunki współpracy. Pierwsze przychody wygenerowane z projektu uzależnione są od tempa jego rozwoju.

- **Ryzyko prawne**

Koncepcja M/platform bazuje na danych paragonowych, które dzięki przyjętemu modelowi trafiają do Centralnego Repozytorium Kas oraz producenta urzędzenia. Ich gromadzenie czy przetwarzanie jest uregulowane prawnie, a dane nie są wykorzystywane bez zgody użytkownika. Potencjalnym ryzykiem dla funkcjonowania M/platform może być zmiana modelu na taki, w którym dane są szyfrowane i udostępniane tylko dla potrzeb MF.

- **Ryzyko konkurencji**

Dwa główne segmenty biznesowe spółki (fiskalny oraz IT) działają w warunkach standardowej konkurencji, a spółka wypracowała sobie strategiczne pozycje w tych sektorach. Jednak strategiczny dla grupy projekt M/platform, miał szansę powstać dzięki najnowszym zmianom w ustawodawstwie, co pozwala wnioskować, że konkurencja w tym segmencie może się dopiero pojawić.

- **Presja płacowa na rynku specjalistów IT**

Profil działalności grupy Comp wymaga zatrudniania wykwalifikowanych specjalistów z dziedziny IT. Rynek ten jest bardzo konkurencyjny, a wynagrodzenia w sektorze systematycznie rosną. Widzimy ryzyko utrzymania tego trendu, spotęgowane niedoborem pracowników na rynku, co może skutkować nieproporcjonalnym wzrostem kosztów pracowniczych względem przychodów.

- **Spadek inwestycji**

Segment IT jako beneficjent zwiększania inwestycji publicznych oraz przyznanych dotacji z budżetu UE jest najbardziej narażony na związane z tym aspektem sytuację polityczną oraz gospodarczą w kraju i regionie.

- **Ryzyko walutowe**

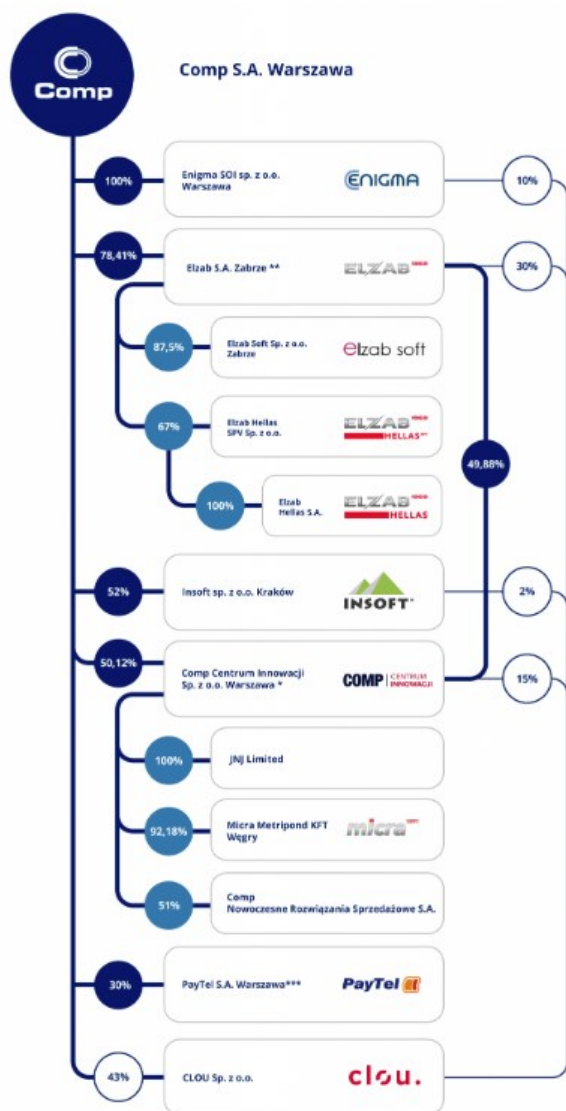
Obecnie przychody spółki generowane są w ponad 90% na rynku krajowym, jednak wraz z rozwojem M/platform widzimy szansę na ekspansję zagraniczną spółki i sukcesywną zmianę tych proporcji. W przypadku zawierania kontraktów w innej walucie widzimy ryzyko negatywnego wpływu osłabienia PLN na wyniki spółki.

Informacje o spółce

Grupa kapitałowa

Grupa kapitałowa Comp obejmuje dwanaście spółek działających w segmentach IT, bezpieczeństwa oraz kas fiskalnych. Wśród podmiotów zależnych znajduje się notowana na GPW spółka **Elzab S.A.** wyspecjalizowana w produkcji kas fiskalnych i powiązanych akcesoriów. Druga marka będąca filarem segmentu fiskalnego, **Novitus**, została przejęta i obecnie jest częścią spółki Comp S.A. **Comp Centrum Innowacji Sp. z o.o.** zarządza projektami w grupie, a **Comp Nowoczesne Rozwiązania Sprzedażowe S.A.** to spółka założona wraz z Grupą Żywiec, dedykowana projektowi M/platform. W portfolio spółek znajduje się również producent oprogramowania i rozwiązań z zakresu podpisu elektronicznego, PKI, kryptografii i zarządzania bezpieczeństwem spółka **Enigma SOI Sp. z o.o.**, spółka odpowiedzialna za oprogramowanie systemów sprzedaży, CRM i systemów kartowych **Insoft Sp. z o.o.** oraz spółka odpowiedzialna za obsługę marketingową **Clou Sp. z o.o.** Spółka teleinformatyczna **Paytel**, uznana jako niestrategiczne aktywum została sprzedana w 2018 r.

Comp: struktura Grupy Kapitałowej

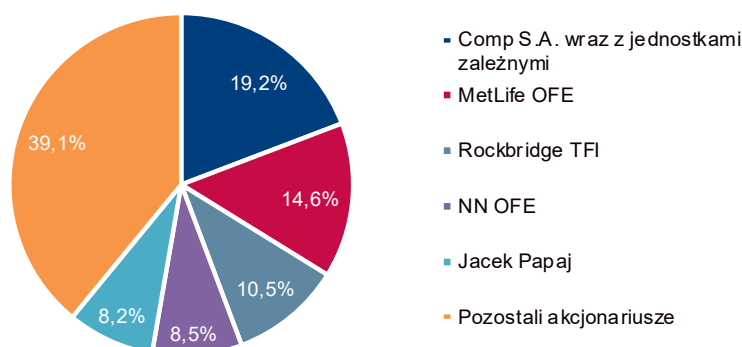


Źródło: Spółka, * 100% udziałów w COMP Centrum Innowacji Sp. z o.o. posiadają wspólnie Spółki: COMP S.A. (50,28%) oraz Elzab S.A. (49,72%), ** pośrednio wraz z akcjami własnymi Elzab S.A. *** spółka stowarzyszona

Umowa sprzedaży 100% akcji spółki PayTel SA. z SIBS-SGPS została podpisana 19 czerwca 2018r. Rozliczenie umowy nastąpi w kilku etapach :

- 1) Sprzedaż 55% akcji i umowa przedwstępna do sprzedaży 100% akcji (w dniu podpisania)
- 2) Pozostałe 45% akcji PayTel będzie nabywane w trzech kolejnych latach, w transzach po 15% kapitału zakładowego. Finalne rozliczenie transakcji nastąpi w 2021 roku. Ustalona cena sprzedaży 100% akcji nie może być mniejsza niż 34 mln PLN (zapłacone w 2018r). Maksymalna łączna cena za 100% akcji ustalona zostanie na bazie zdefiniowanych w umowie wyników PayTel w latach 2018 - 2020 (nie może być większa niż 200 mln PLN).

Struktura akcjonariatu Grupy Kapitalowej Comp



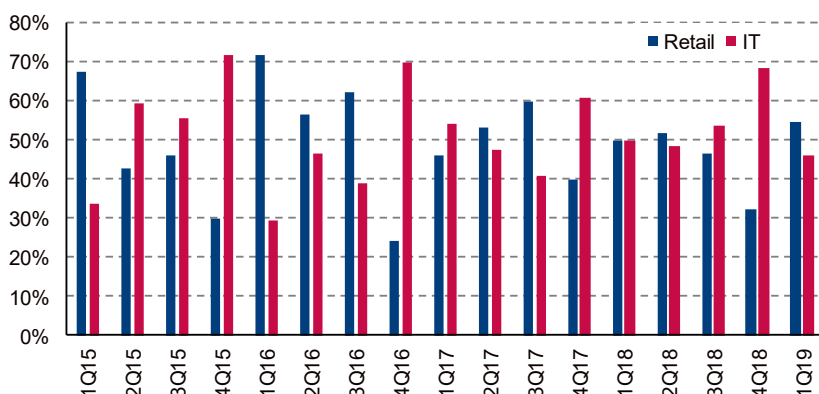
Źródło: Spółka

Głównymi akcjonariuszami grupy są Comp S.A. wraz z jednostkami zależnymi, nie wykonują oni jednak prawa głosu na WZ.

Produkty i usługi

Spółka wyróżnia w swojej działalności 2 główne segmenty biznesowe, **Segment Retail** (43% przychodów w 2018r. i 55% w 1Q'19), **Segment IT** (57% przychodów w 2018r. i 46% w 1Q'19), oraz trzeci **Segment Pozostale** gdzie prezentowane są wyłączenia transakcji wewnętrznych pomiędzy poszczególnymi segmentami, przychody i koszty, których nie można przypisać do pozostałych segmentów oraz centralne koszty związane z funkcjonowaniem grupy, w tym koszty marketingu.

Comp: udział w przychodach wg segmentów działalności:



Źródło: Spółka

Dominującą większość przychodów spółki generuje sprzedaż na rynek Polski:

SEGMENTY GEOGRAFICZNE	2018	2017
Przychody uzyskane ze sprzedaży na rynek Polski:		
wartościowo	621 315	518 507
procentowo	91,7%	95,8%
Przychody uzyskane ze sprzedaży eksportowej na terenie UE:		
wartościowo	31 321	17 851
procentowo	4,6%	3,3%
Przychody uzyskane ze sprzedaży eksportowej poza UE:		
wartościowo	25 283	4 695
procentowo	3,7%	0,9%

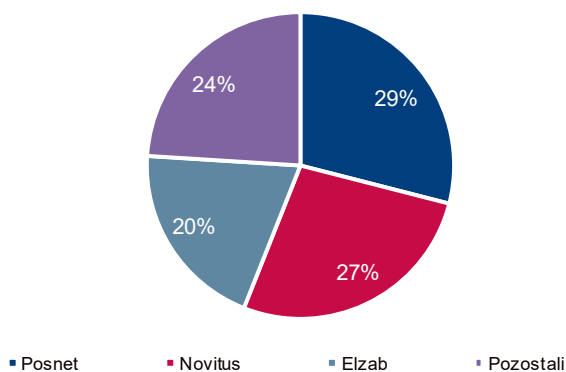
Źródło: Spółka

Segment retail

Część fiskalna segmentu retail to głównie Grupa Elzab oraz Novitus. Najważniejsze produkty tego segmentu obejmują kasy fiskalne, urządzenia i systemy kasowe, akcesoria służące do rejestracji i zarządzania sprzedażą, takie jak: wagi elektroniczne, sprawdzarki cen, drukarki nefiskalne, drukarki etykiet, szuflady kasowe, czy multipleksery. W 2018 roku przychody z tego segmentu stanowiły 43% przychodów całej Grupy Comp.

Struktura rynku kas fiskalnych w Polsce. Instytut Rynku Elektronicznego (IRE) w 2014 roku zaprzestał publikacji raportów dotyczących udziału poszczególnych podmiotów w sprzedaży urządzeń fiskalnych w Polsce. Według ostatniej publikacji Novitus i Elzab miały odpowiednio 27% i 20% udziału w polskim rynku fiskalnym w 2013 roku. Łączenie do grupy Comp należało wtedy 47% udziałów plasując ją na pozycji lidera (główny konkurent – Posnet miał 29% udział w rynku). Rynek charakteryzuje się zatem wysoką kon

Szacunkowa struktura polskiego rynku kas fiskalnych



Źródło: Instytut Rynku Elektronicznego, dane za rok 2013ol.

Dodatkowy podsegment Retailu stanowią rozwiązania i usługi dla rynku detalicznego w ramach projektu **M/platform**, czyli platformy usługowej dla małych i średnich detalistów (FMCG) i producentów, która w oparciu o dane z kas fiskalnych (paragonów) może być zarówno narzędziem analitycznym jak i platformą łączącą przedsiębiorcę z producentem. Projekt M/platform jest dla grupy **strategiczną inwestycją**, do której przygotowuje się od kilku lat. Bazując na doświadczeniach z segmentu Retail oraz IT, spółka chce stworzyć platformę dedykowaną sklepikarzom handlu tradycyjnego oraz producentom z branży FMCG, która umożliwi ich bezpośrednią współpracę przy wyborze zaopatrzenia czy promocji, ograniczając rolę hurtownika wyłącznie do transportu.

Segment IT

W 2018 roku przychody segmentu IT stanowiły 57% przychodów całej Grupy Comp. Jako integrator systemów informatycznych Comp w tej części biznesu skupia się na usługach z zakresu bezpieczeństwa sieci teleinformatycznych, w tym cyberbezpieczeństwa. Współpracuje głównie z instytucjami państwowymi takimi jak Ministerstwo Obrony Narodowej, Ministerstwo Finansów czy Służby Kontrwywiadu Wojskowego, a także z dużymi korporacjami, obecnie z PKN Orlen, Orange czy Grupy ING. Spółka w tym obszarze jest beneficjentem dotacji unijnych oraz publicznych inwestycji w obronność, cyfryzację, bezpieczeństwo, co czyni segment stabilnym źródłem przychodów, jednak ze względu na profil klientów trudny do prognozowania.

Segment IT spółki można podzielić na:

Bezpieczeństwo specjalne, czyli rozwiązania zapewniające ochronę danych w administracji państwowej i samorządowej oraz dużych instytucjach, takie jak: (1) specjalne systemy bezpieczeństwa, (2) systemy PKI i podpisu elektronicznego, (3) systemy autoryzacji i uwierzytelniania.

Bezpieczeństwo korporacyjne i sieci, czyli budowa sieci komputerowych i telekomunikacyjnych, ochrona zasobów sieciowych i utrzymywanie ciągłości działania.

Rozwiązania systemowe, czyli systemy zarządzania bezpieczeństwem informacji i ich budowa w warstwie aplikacyjnej oraz infrastrukturalnej.

Rozwiązania dedykowane takie jak: System Dozoru Elektronicznego (SDE)

SDE to jeden z największych kontraktów w historii Grupy Comp. Wartość podpisanej w styczniu 2009 roku umowy z Ministerstwem Sprawiedliwości to 225,7 mln PLN netto (w okresie pięciu lat liczonych od września 2009 roku). Zgodnie z umową Comp odpowiadał za zbudowanie Centrum Monitoringu oraz zaprojektowanie całego systemu dla maksymalnie 7,5 tys. użytkowników.

W 2018 r. konsorcjum spółek Enigma SOI, EBS, ITM oraz Impel Monitoring podpisało umowę z Ministerstwem Sprawiedliwości na usługi eksploatacji i rozwoju SDE (po zmianie formuły dozoru elektronicznego samym dozorem zajmuje się Służba Więzienna). Wartość kontraktu to 96,6 mln PLN, a czas trwania umowy wynosi 53 miesiące (2018-2022).

Wycena

Podsumowanie wyceny:

- Wycena DCF: 70,8 PLN na akcję
- Wycena porównawcza: 89 PLN na akcję
- **Cena Docelowa (100% DCF): 70,8 PLN na akcję**

Nasza wycena bazuje w 100% na metodzie DCF. W modelu uwzględniamy płatności za rozliczenie umowy sprzedaży pozostałych 45% akcji spółki PayTel w latach 2019-2021. Do wyceny dodajemy również zdyskontowaną wartość potencjalnych wpływów z monetyzacji M/platform, w przypadku powodzenia scenariusza, który opisujemy na stronie 11. Liczbę akcji korygujemy o akcje będące w posiadaniu Comp S.A. oraz jednostek zależnych.

Comp: Wycena DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	Terminal
EBIT	48,5	88,3	34,2	31,8	26,0	24,6	25,8	27,8	31,8	35,7	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPAT	39,3	71,5	27,7	25,8	21,0	19,9	20,9	22,5	25,8	28,9	30,0
Amortyzacja	33,8	37,9	40,9	43,7	43,9	45,7	44,9	43,3	39,7	36,2	
Nakłady inw estycyjne	54,0	44,1	34,3	34,6	35,0	35,3	35,7	36,0	36,4	36,8	
Inw estycje w kapitał obrotowy	-3,4	-29,7	65,8	5,5	6,4	-0,7	-1,3	-1,5	-1,9	-1,9	
Adj.*	9,3	9,3	23,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	25,0	44,8	124,0	40,4	36,4	29,6	28,8	28,3	27,2	26,5	26,9
Dług / Kapitał własny	55%										
Stopa wolna od ryzyka	2,5%										
Premia rynkowa	6,0%										
Beta nielewarowana	1										
Koszt długu po podatku (%)	3,5%										
Koszt kapitału (%)	11,0%										
WACC (%)	8,3%										
M/platform NPV *	25										
Suma PV FCF 2019-28	287										
Stopa wzrostu FCF po '28	1%										
Zdyskontowana TV	177										
Udziały mniejszości	26										
Dług netto	177										
Wartość KW (mln PLN)	287										
Liczba akcji (mln) **	4,8										
Wartość 1 akcji (PLN, 1/1/2019)	60,1										
Cena docelowa za 12M	70,8										

Źródło: Trigon DM

* płatności wynikające z rozliczenia transakcji PayTel

** dodatkowa potencjalna wartość NPV projektu M/platform

*** liczba akcji pomniejszona o akcje własne Comp S.A. oraz spółek zależnych

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena porównawcza

W analizie metodą porównawczą bazujemy na grupie polskich oraz zagranicznych spółek porównywalnych wykorzystując wskaźniki EV/EBITDA oraz PE za lata 2019-2021. Naszym zdaniem najtrafniejsza w przypadku działalności Grupy Comp wycena na bazie wskaźnika EV/EBITDA sugeruje cenę docelową w wysokości 89 PLN za akcję.

Comp: Wycena porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Asseco Business Solutions	9,4	8,9	8,8	13,7	13,2	13,0
Asseco Poland	5,5	5,2	4,9	13,4	12,5	12,4
Asseco South Eastern Europe	5,9	5,5	5,1	11,8	11,7	10,7
Comarch	6,8	6,4	6,0	15,0	14,3	13,1
Atos	8,3	8,0	7,5	8,8	8,2	7,7
Computacenter Plc	9,2	8,9	8,7	17,0	16,4	15,7
Indra	7,1	6,6	6,2	10,8	9,4	8,5
Lectra	11,4	10,6	9,5	20,9	19,1	17,6
Neurones	7,1	6,9	6,6	18,3	19,7	19,1
Reply	12,8	11,7	10,6	21,9	19,8	17,6
Sopra	7,2	6,3	5,8	12,2	9,9	8,8
Cap Gemini	9,8	9,3	8,9	17,6	16,1	14,8
Mediana	7,8	7,5	7,1	14,3	13,8	13,1
Comp	7,0	4,6	7,7	15,5	6,9	25,6
Comp wycena wynikowa	78,3	129,0	59,9	62,7	135,7	34,6

Źródło: Bloomberg, prognozy Trigon DM

Rachunek wyników (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	563,7	541,1	677,9	821,4	1 092,4	811,2
Koszt własny sprzedaży	426,7	387,7	480,5	597,1	791,6	603,8
Zysk brutto ze sprzedaży	137,0	153,3	197,4	224,3	300,9	207,5
Koszty sprzedaży	55,2	53,7	77,8	94,3	125,4	93,1
Koszty ogólnego zarządu	71,6	75,8	74,0	74,8	75,5	76,3
Zysk ze sprzedaży	10,2	23,8	45,6	55,2	99,9	38,0
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	8,1	-1,0	-3,2	-3,9	-5,1	-3,8
EBITDA	44,9	45,5	69,2	85,1	132,7	75,1
EBITDA skor.	44,9	45,5	69,2	85,1	132,7	75,1
Amortyzacja	26,7	22,6	26,9	33,8	37,9	40,9
EBIT	18,2	22,9	42,4	51,4	94,8	34,2
Wynik na działalności finansowej	-16,5	-15,3	-17,7	-16,6	-16,2	-14,8
Zysk brutto	1,7	7,6	24,7	34,7	78,6	19,4
Podatek dochodowy	6,8	1,6	7,5	6,6	14,9	3,7
Zysk mniejszości	1,4	0,5	-1,1	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	-6,5	0,2	56,8	37,4	72,9	39,7
Zysk netto skor.	-6,5	0,2	56,8	28,1	63,6	15,7

marża brutto ze sprzedaży	24,3%	28,3%	29,1%	27,3%	27,5%	25,6%
marża EBITDA	8,0%	8,4%	10,2%	10,4%	12,1%	9,3%
marża EBITDA skor.	8,0%	8,4%	10,2%	10,4%	12,1%	9,3%
marża EBIT	3,2%	4,2%	6,2%	6,3%	8,7%	4,2%
marża netto skor.	-	0,0%	8,4%	3,4%	5,8%	1,9%

zmiana przychodów r./r.	-21%	-4%	25%	21%	33%	-26%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	-22%	12%	29%	14%	34%	-31%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-28%	1%	52%	23%	56%	-43%
zmiana EBIT r./r.	-56%	25%	85%	21%	85%	-64%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	-	-	-51%	126%	-75%

Źródło: Spółka, Trigon DM

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Przychody	183,8	119,8	158,4	153,0	246,6	121,3
Koszt własny sprzedaży	134,6	85,0	102,8	109,7	183,0	85,0
Zysk brutto ze sprzedaży	49,3	34,8	55,6	43,3	63,7	36,3
Koszty sprzedaży	16,4	14,8	17,2	18,7	27,2	16,5
Koszty ogólnego zarządu	22,6	15,4	16,6	15,1	27,0	16,5
Zysk ze sprzedaży	10,2	4,6	21,8	9,6	9,5	3,3
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-5,2	0,9	-0,5	0,7	-4,3	1,0
EBITDA	11,0	11,8	28,1	17,1	12,3	12,8
EBITDA skor.	11,0	11,8	28,1	17,1	12,3	12,8
Amortyzacja	6,0	6,3	6,7	6,8	7,0	8,5
EBIT	5,0	5,5	21,4	10,2	5,3	4,4
Wynik na działalności finansowej	-5,6	-3,0	-2,4	-4,4	-7,9	-3,6
Zysk brutto	-0,6	2,4	19,0	5,9	-2,6	0,8
Podatek dochodowy	-1,2	1,7	3,9	2,3	-0,4	1,4
Zysk mniejszości	0,8	-0,2	0,9	-0,4	-1,5	-1,0
Zysk netto	-1,9	1,2	52,9	3,5	-0,7	0,5
Zysk netto skor.	-1,9	1,2	52,9	3,5	-0,7	0,5

marża brutto ze sprzedaży	26,8%	29,1%	35,1%	28,3%	25,8%	29,9%
marża EBITDA skor.	6,0%	9,8%	17,7%	11,2%	5,0%	10,6%
marża EBIT	2,7%	4,6%	13,5%	6,7%	2,1%	3,6%
marża netto skor.	-	1,0%	33,4%	2,3%	-	0,4%

zmiana przychodów r./r.	-24,6%	-15,7%	45,1%	44,5%	34,2%	1,2%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	-4,3%	-7,7%	55,7%	41,2%	29,3%	4,1%
zmiana EBITDA skor. r./r.	556,1%	9,7%	66,7%	149,6%	11,3%	8,7%
zmiana EBIT r./r.	-49,1%	21,5%	72,6%	985,6%	5,3%	-20,6%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	790,3%	2132,4%	-	-	-59,3%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	509,2	513,3	546,3	565,2	565,2	552,3
Rzeczowe aktywa trwałe	71,6	69,9	68,8	70,5	71,9	73,1
Wartości niematerialne i prawne	417,3	431,4	445,3	464,0	468,8	461,0
Wartość firmy	275,1	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8
Należności długoterminowe	5,5	2,1	4,2	4,1	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	5,2	2,8	20,2	18,5	24,6	18,2
Pozostałe	6,2	7,1	7,7	8,2	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	311,1	333,4	388,6	444,0	598,3	500,6
Zapasy	50,5	58,8	87,4	115,0	152,9	89,2
Należności handlowe	149,0	157,4	189,2	229,2	295,0	210,9
Pozostałe	73,7	82,2	58,3	42,7	51,1	60,6
Gotówka	37,9	35,0	53,8	57,1	99,4	139,9
Aktywa	820,3	846,7	934,9	1 009,2	1 163,5	1 052,9
Kapitał własny	443,4	447,5	503,3	538,7	611,7	630,2
Kapitał zakładowy	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8
Pozostałe	435,1	432,6	431,7	486,6	524,0	575,8
Zysk (strata) netto	-6,5	0,2	56,8	37,4	72,9	39,7
Kapitały mniejszości	16,4	19,5	20,5	20,5	26,8	25,6
Zobowiązania długoterminowe	105,7	92,8	104,0	104,0	104,0	104,0
Zobowiązania oprocentowane	93,4	80,3	84,1	109,3	100,0	100,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	271,1	306,3	327,6	366,5	447,9	318,6
Zobowiązania oprocentowane	77,4	176,1	176,9	182,5	187,4	209,3
Zobowiązania handlowe	89,0	103,5	118,9	106,6	94,0	113,0
Pozostałe	104,8	26,7	31,9	77,4	166,5	-3,6
Pasywa	820,3	846,7	934,9	1 009,2	1 163,5	1 052,9
Kapitał obrotowy netto	110,4	112,7	157,7	237,6	353,9	187,2
Dług netto	132,8	221,5	207,2	234,7	188,0	169,5
Dług netto skor.	132,8	221,5	207,2	234,7	188,0	169,5
Dług netto/EBITDA (x)	3,0	4,9	3,0	2,8	1,4	2,3
Dług netto/kapitał własny (x)	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
ROE (%)	-	0%	12%	5%	11%	3%
ROA (%)	-	0%	6%	3%	6%	1%
Cykl konwersji gotówki (dni)	80	64	64	86	103	124
Cykl rotacji zapasów (dni)	45	51	56	62	62	73
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	99	103	93	93	88	114
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	64	91	84	69	46	63

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przeptywy z działalności operacyjnej	22,2	15,6	2,0	85,3	102,6	160,7
Zysk (strata) netto	-6,5	0,2	56,8	37,4	72,9	39,7
Amortyzacja	22,7	22,6	26,9	33,8	37,9	40,9
Zmiany w kapitale obrotowym	-11,2	-22,6	-49,6	-7,9	-33,4	74,0
Zmiana zapasów	4,0	-8,4	-28,6	3,8	-19,3	30,5
Zmiana należności handlowych	8,9	-1,2	-33,0	-41,5	-69,8	88,3
Zmiana zobowiązań handlowych	-31,1	-16,7	34,2	36,2	60,3	-58,3
Pozostałe	17,2	15,4	-32,1	22,0	25,2	6,2
Przeptywy z działalności inwestycyjnej	-43,2	-27,9	11,4	-53,4	-43,4	-33,1
CAPEX	-49,4	-34,9	-39,8	-54,0	-44,1	-34,3
Pozostałe	6,1	7,1	51,2	0,6	0,8	1,2
Przeptywy z działalności finansowej	-11,9	10,4	4,2	-26,5	-17,0	-87,1
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	5,6	4,9	21,9	-9,3	0,0	-50,0
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-21,1
Pozostałe	-17,6	5,6	-17,7	-17,2	-17,0	-16,0
Przeptywy pieniężne netto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne na początek okresu	65,1	32,3	30,4	48,1	53,4	95,6
Środki pieniężne na koniec okresu	32,3	30,4	48,1	53,4	95,6	136,1

Źródło: Spółka, Trigon DM

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2

02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

http://www.trigon.pl | E: recepcja@trigon.pl

Research:

Zbigniew Porczyk, CFA

Strategia, TMT, Wydobycie, Przemysł ciężki

Grzegorz Kujawski

Handel detaliczny, Transport, Przemysł, Finanse

Kacper Koproń

Gry komputerowe, TMT

Katarzyna Kosiorek

Biotechnologia

Michał Kozak

Paliwa, Chemia

Maciej Marcinowski

Strategia, Banki, Finanse, Przemysł drzewny

Łukasz Rudnik

Automotive, Przemysł metalowy, Przemysł spożywczy

David Sharma

Martyna Szymczykowska

Sales:

Paweł Szczepański

Paweł Czupryński

Sebastian Kosakowski

Artur Pałka

Michał Sopiński

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).*

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. - minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany - zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF - cash flow, przepływy pieniężne
capex - suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
DY - stopa dywidendy, relacja wypłacanej dywidendy do kursu akcji

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – COMP S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządziła: Martyna Szymczykowska

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto metodę DCF

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją; pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktem interesów znajdują się na stronie www.trigon.pl.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać. Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 30 lipca 2019 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 30 lipca 2019 r. godz.: 8:30