



Dom Maklerski BDM S.A.

## COMP

### RAPORT ANALITYCZNY

Długo zapowiadany drugi etap fiskalizacji na Węgrzech powinien mieć miejsce w 3Q'16 i pozwoli częściowo zapełnić lukę w wynikach spółki wywołaną słabszą kontrybucją segmentu IT w tym roku. W 2H'16 spodziewamy się także pozytywnego wpływu M/Platform na skonsolidowane wyniki Compu. Dotychczas dynamiczna rozbudowa sieci skutkowała raportowaniem słabych wyników segmentu retail. Sądzymy że przekroczenie liczby 10 tys. punktów z uruchomioną nową usługą pozwoli pokryć koszty budowy sieci przychodami generowanymi za pomocą M/Platform. Zgodnie z danymi zaprezentowanymi przez spółkę, liczba 10 tys. punktów powinna zostać osiągnięta na przełomie 1H' i 2H'16, dzięki czemu jeszcze w 2016 roku ta linia biznesowa powinna zacząć pozytywnie kontrybuować do wyników Compu. Szansą dla spółki są także plany obecnego rządu, które od stycznia 2018 roku zakładają wprowadzenie elektronicznej rejestracji wszystkich transakcji sprzedaży. Z uwagi na powyższe czynniki utrzymujemy zalecenie Kupuj dla Compu i pozostawiamy cenę docelową na poziomie 69,5 PLN

Raportowane słabsze wyniki za r/r za 1Q'16 mają dwa źródła. Pierwszym jest brak większych fiskalizacji w krajach, gdzie Comp sprzedaje swoje kasy fiskalne. Rok temu taka fiskalizacja miała miejsce w Polsce tworząc wysoką bazę w 1Q'15. Ponadto ponoszone są koszty związane z rozbudową M/Platform, które obecnie obciążają wyniki generowane przez segment retail. Od stycznia do maja 2016 roku liczba punktów z uruchomioną nową usługą wzrosła z 6 tys. do ponad 9 tys., dlatego jeszcze w 2Q'16 spodziewamy się spadku wyniku EBITDA o 20% r/r. Czynnikiem który może mieć wpływ na słabszą ścieżkę wynikową w 2Q'16 jest też wysoka baza w segmencie IT z zeszłego roku. 3Q'16 powinien przynieść wyraźną poprawę rezultatów, za sprawą fiskalizacji na Węgrzech przewidzianej na ten okres. W naszej ocenie powinno skutkować wyraźnym wzrostem wyniku EBITDA względem 3Q'15. Zgodnie z naszymi założeniami rok 2017 przyniesie wyraźną poprawę rezultatów generowanych przez Comp. Zapowiadany przez spółkę wzrost liczby punktów z uruchomioną M/Platform oraz jej rozbudowa o nowe funkcjonalności powinna skutkować zwiększeniem skonsolidowanego wyniku EBITDA o 10 mln PLN. W przyszłym roku oczekujemy także wpływu przetargów z nowej perspektywy finansowej UE. Comp posiada zbudowaną pozycję w obszarze cyberbezpieczeństwa oraz budowy sieci szerokopasmowych. W kolejnych latach wyniki Compu powinna wesprzeć ewentualna budowa centralnego systemu fiskalnego w Polsce. Wcześniej sygnały mówiące o budowie takiego systemu płynęły ze strony Ministerstwa Finansów, ostatnio także Ministerstwo Rozwoju mówi o wprowadzeniu elektronicznej rejestracji wszystkich transakcji sprzedażowych. Zgodnie z szacunkami Ministerstwa Rozwoju w przypadku wprowadzenia nowej regulacji należałoby wymienić około 600 tys. urzędzeń, z czego wg naszych założeń na podmioty z GK Comp przypada około 300 tys. szt. Może mieć to istotny wpływ na przyszłą korektę w górę naszych prognoz.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	581,8	729,4	510,6	596,0	629,1	667,3
EBITDA [mln PLN]	65,7	65,8	50,4	65,1	79,9	85,9
EBIT [mln PLN]	49,0	44,6	26,7	42,7	56,7	61,7
Wynik netto [mln PLN]	26,4	30,0	12,5	27,2	38,8	43,4
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
P/E	14,1	11,1	28,3	12,6	8,8	7,9
EV/EBITDA	6,8	6,4	9,3	7,3	5,7	5,1
EV/EBITDA (skorygowany)*	6,0	5,5	8,1	6,4	5,0	4,5
EV/EBIT	9,1	9,5	17,5	11,2	8,1	7,2
EV/EBIT (skorygowany)*	8,1	8,2	15,3	9,8	7,0	6,2

\*Wartości skorygowane o akcje własne

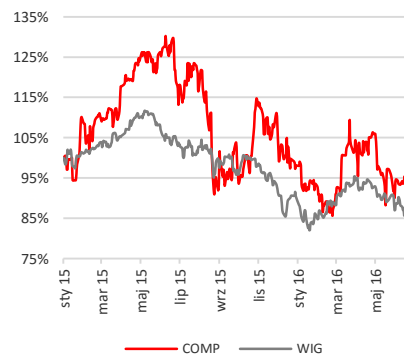
**KUPUJ**  
(POPZEDNIO KUPUJ)

**WYCENA 69,5 PLN**

06 lipca 2016, 10:19 CEST

Wycena DCF [PLN]	78,3
Wycena porównawcza [PLN]	47,8
Wycena końcowa [PLN]	69,5
Potencjał do wzrostu / spadku	32,9%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	52,26
Kapitalizacja [mln PLN]	309,3
Ilość akcji [mln szt.]	5,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	73,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	51,50
Stopa zwrotu za 3 mc	-3,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-3,6%
Struktura akcjonariatu:	
Comp S.A.	19,2%
MetLife OFE	14,8%
Jacek Papaj	13,8%
ING OFE	8,4%
ALTUS TFI	5,1%
Pozostali	38,7%

**Marek Jurzec**  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl  
Dom Maklerski BDM S.A.  
ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice



**SPIS TREŚCI**

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI COMPU ZA 1Q'16 .....	9
PERSPEKTYWY NA 2Q'16 I KOLEJNE OKRESY.....	14
OTOCZENIE RYNKOWE .....	17
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	20
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	21

## PODSUMOWANIE

Wyceny Compu dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wycenę porównawczą. Metoda porównawcza w oparciu o nasze prognozy na lata 2016 -2018 dała cenę jednej akcji na poziomie 47,7 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 78,4 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 69,5 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	70%	78,3
Wycena metodą porównawczą [PLN]	30%	47,8
<b>Wycena spółki [PLN]</b>		<b>69,5</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Nowe regulacje na Węgrzech wprowadzające obowiązek posiadania kas fiskalnych przez kolejne grupy podatników, uruchomienie M/Platform oraz budowa centralnego systemu fiskalnego stwarzają przed Compem okazję do stopniowej odbudowy wyników już w 2H'16. Wpływ fiskalizacji na Węgrzech powinien być widoczny w wynikach spółki już w 3Q'16, gdyż zgodnie z założeniami tamtejszego fiskusa nowe grupy podatników mają zaopatrzyć się w kasy fiskalne już od września 2016 roku. Jednak skala tej fiskalizacji jest znacznie mniejsza niż początkowo zakładaliśmy (20 – 30 tys. urzędzeń). Dlatego zdecydowaliśmy się obniżyć nasze założenia, co do wyników Compu na lata 2016 - 2017 odpowiednio do 50,4 mln PLN i 65,1 mln PLN.

Stopniowa odbudowa wyników w 2H'16 ma również wynikać z rozwoju M/Platform. Na przełomie 2Q' i 3Q'16 planowane jest pozyskanie 10 tys. punktów z uruchomionym nowym rozwiązaniem, co jest kluczowe z punktu widzenia rentowności. Już w 4Q'16 powinien być widoczny w wynikach pozytywny wpływ M/Platform, a w kolejnych latach ma stać się jedną z kluczowych linii biznesowych będącą głównym motorem rozwoju spółki. W prognozach na kolejne okresy nie uwzględniamy jeszcze fiskalizacji w Grecji, która jest uzależniona od jeszcze nie wprowadzonych regulacji prawnych. Obecnie w Grecji istnieje obowiązek posiadania kas fiskalnych, jednak ustawodawca nie przewidział póki co żadnych konsekwencji za ich nie posiadanie.

W latach 2017 – 2018 wyniki segmentu retail powinny być wspierane przez budowę centralnego systemu fiskalnego. Sygnały mówiące o możliwym wdrożeniu takich rozwiązań płyną zarówno z Ministerstwa Finansów jak i Ministerstwa Rozwoju. Stworzenie centralnego systemu fiskalnego wiązało by się z wymianą znacznej części urzędzeń fiskalnych używanych obecnie na rynku (szacunki rządowe mówią o około 600 tysiącach kas fiskalnych). Biorąc pod uwagę obecne udziały rynkowe podmiotów należących do grupy kapitałowej Comp oczekujemy, że dzięki masowej wymianie urzędzeń fiskalnych, Comp byłby w stanie wygenerować znacznie wyższy wynik EBITDA niż ma to miejsce obecnie. Wprowadzenie elektronicznej rejestracji transakcji, a co za tym idzie konieczność wyposażenia wszystkich kas fiskalnych używanych na rynku krajowym w moduły do zdalnej komunikacji, mogłaby przyspieszyć rozwój M/Platform. Szansą na dodatkowe kontrakty byłaby także sama budowa centralnego systemu fiskalnego. Doniesienia płynące ze strony Ministerstwa Finansów sugerują, że podobne projekty mogą być realizowane przy wykorzystaniu zasobów ministerstwa (taka deklaracja padła w odniesieniu centralnego rejestru faktur). Dlatego nie oczekujemy dużych przetargów publicznych związanych z uszczelnianiem systemu podatkowego w Polsce.

### Polityka Dywidendowa

Od 2014 roku została wprowadzona polityka dywidendowa zakładająca wypłatę do 50% skonsolidowanego zysku netto i powtarzalną wypłatę około 30% skonsolidowanego zysku netto. W 2016 roku Comp dokonał odstępstwa od przyjętej polityki. Jest to związane ze znacznymi nakładami inwestycyjnymi ponoszonymi na M/Platform i chęcią utrzymania zadłużenia na obecnym poziomie. Zakładamy powrót do wypłacania dywidend po osiągnięciu dodatniej rentowności przez nową linię biznesową.

## WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy prognozując w horyzoncie 10 – letnim wolne przepływy pieniężne (*free cash flows*) i dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Poziom ryzyka systematycznego wyrażony współczynnikiem Beta został ustalony na poziomie 1,0.

### Główne założenia modelu

- Za sprawą słabszej koniunktury w segmencie IT oraz wyższych kosztów związanych z budową M/Platform spodziewamy się erozji wyników Compu w 2016 roku. Oczekujemy spadku EBITDA o -23,4% r/r, za co naszym zdaniem będzie odpowiadał okres 1H'16. W 2H'16 pozytywne odzwierciedlenie w wynikach Compu powinna mieć fiskalizacja na Węgrzech oraz rozbudowywana właśnie M/Platform.
- Od 2017 roku wpływ nowej linii biznesowej (M/Platform) powinien być coraz lepiej widoczny w Skonsolidowanych wynikach Compu. Zakładamy wzrost liczby punktów z nową usługą działających min. 6 miesięcy z 10 tys. na koniec 2016 do 30 tys. w 2018 roku. Szacujemy, że na jednym punkcie z uruchomioną nową usługą Comp będzie realizował około 800 PLN, przychodu rocznie z czego 20% powinny stanowić koszty funkcjonowania M/Platform.
- Szansą na wypracowywanie zadowalających wyników w kolejnych latach jest budowa centralnego systemu fiskalnego w Polsce oraz wprowadzanie nowych regulacji w zakresie urzędzeń fiskalnych w innych krajach. Jednak na skutek braku odpowiednich rozwiązań legislacyjnych obecnie nie uwzględniamy ich w naszych prognozach. Zatem w przyszłości liczymy na możliwą korektę w górę naszych założeń.
- Przedstawiciele Compu, często podkreślają chęć rozbudowy M/Platform o nowe funkcjonalności w kolejnych latach. Dlatego mając na uwadze intensywny rozwój jaki ma obecnie miejsce oraz przyszłe plany rozwoju sądzimy, że w 2016 łączne nakłady inwestycyjne przekroczą 30 mln PLN, a w kolejnych latach także utrzymają się na wysokim poziomie.
- W okresie rezydualnym zakładamy CAPEX = Amortyzacja.
- Poziomy zapasów oraz zobowiązań i należność handlowych zostały obliczone na podstawie historycznych wskaźników obrotowości.
- Efektywna stopę podatkową zakładamy na poziomie 19%.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 5,9 mln akcji.
- Wyceny dokonano na dzień 6 lipca 2015.

Wycena jednej akcji metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 78,3 PLN.

**Model DCF**

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	510,6	596,0	622,1	633,5	645,1	656,8	668,9	681,3	694,0	707,0
EBIT[mln PLN]	26,7	42,7	56,7	57,7	58,6	59,5	60,4	61,4	62,4	63,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5,1	8,1	10,8	11,0	11,1	11,3	11,5	11,7	11,8	12,0
NOPLAT[mln PLN]	21,6	34,6	45,9	46,8	47,5	48,2	48,9	49,7	50,5	51,3
Amortyzacja [mln PLN]	22,1	22,4	23,2	24,1	25,0	25,7	26,5	26,8	26,9	26,9
CAPEX [mln PLN]	-32,4	-26,8	-28,0	-28,5	-29,0	-29,6	-28,4	-27,3	-27,1	-26,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	8,2	-30,8	-5,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	19,6	-0,6	36,1	40,2	41,2	42,1	44,6	46,9	47,9	48,8
DFCF [mln PLN]	18,9	-0,6	29,8	30,7	29,0	27,3	26,7	25,7	24,1	22,5
Suma DFCF [mln PLN]	234,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	711,0									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	328,5						2,0%			
Wartość firmy EV [mln PLN]	562,6									
Dług netto [mln PLN]	115,4									
Akcje własne [mln PLN]	59,4									
Dług netto pomniejszony o akcje własne [mln PLN]	56,0									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
<b>Wartość kapitału akcyjnego [mln PLN]</b>	<b>506,5</b>									
<b>Udziały mniejszości [mln PLN]</b>	<b>43,1</b>									
<b>Skorygowana wartość kapitału akcyjnego [mln PLN]</b>	<b>463,4</b>									
liczba akcji [mln szt.]	5,9									
<b>Wartość na akcje [PLN]</b>	<b>78,3</b>									
Przychody zmiana r/r	-30,0%	16,7%	4,4%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%
EBIT zmiana r/r	-40,1%	60,0%	32,7%	1,8%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
FCF zmiana r/r	-	-	-	11,3%	2,5%	2,2%	6,1%	5,1%	2,1%	1,9%
Marża EBITDA	9,6%	10,9%	12,8%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%	12,9%	12,9%	12,8%
Marża EBIT	5,2%	7,2%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Marża NOPLAT	4,2%	5,8%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
CAPEX / Przychody	6,3%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,3%	4,0%	3,9%	3,8%
CAPEX / Amortyzacja	146,2%	119,9%	120,6%	118,2%	116,3%	114,9%	107,4%	101,6%	100,6%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-1,6%	5,2%	0,8%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	3,7%	36,0%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	73,6%	76,7%	79,5%	82,1%	85,7%	89,3%	92,9%	96,5%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	26,4%	23,3%	20,5%	17,9%	14,3%	10,7%	7,1%	3,5%	0,0%	0,0%
<b>WACC</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: beta/wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Beta	0,7	64,9	69,5	75,2	82,5	91,9	104,8	123,4	152,6	205,2
	0,8	60,8	64,8	69,8	76,0	83,9	94,5	109,3	131,5	168,6
	0,9	57,0	60,6	64,9	70,2	77,0	85,8	97,8	115,2	142,4
	1	53,6	56,7	60,5	65,1	70,9	78,3	88,2	102,0	122,8
	1,1	50,4	53,2	56,5	60,6	65,5	71,8	80,1	91,3	107,5
	1,2	47,5	50,0	52,9	56,5	60,8	66,2	73,1	82,3	95,3
	1,3	44,8	47,1	49,7	52,8	56,5	61,2	67,1	74,7	85,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Premia za ryzyko	3%	69,5	74,8	81,4	89,9	101,3	117,1	141,0	180,7	260,1
	4%	60,8	64,8	69,8	76,0	83,9	94,5	109,3	131,5	168,6
	5%	53,6	56,7	60,5	65,1	70,9	78,3	88,2	102,0	122,8
	6%	47,5	50,0	52,9	56,5	60,8	66,2	73,1	82,3	95,3
	7%	42,3	44,3	46,7	49,4	52,7	56,7	61,8	68,2	76,9
	8%	37,9	39,5	41,3	43,5	46,1	49,2	52,9	57,6	63,7
	9%	34,0	35,3	36,8	38,6	40,6	43,0	45,9	49,4	53,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/Beta**

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	147,0	135,7	125,8	117,1	109,4	102,6	96,4	90,8	85,8
	4%	122,8	111,9	102,6	94,5	87,4	81,2	75,6	70,6	66,2
	5%	104,8	94,5	85,8	78,3	71,8	66,2	61,2	56,7	52,8
	6%	90,8	81,2	73,1	66,2	60,2	55,1	50,6	46,6	43,0
	7%	79,7	70,6	63,1	56,7	51,3	46,6	42,4	38,8	35,6
	8%	70,6	62,1	55,1	49,2	44,1	39,8	36,0	32,7	29,7
	9%	63,1	55,1	48,5	43,0	38,3	34,3	30,8	27,7	25,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2016 -2018 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe oraz zagraniczne, które również oferują rozwiązania wspierające handel detaliczny. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E i EV/EBITDA. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 20% wagę dla 2016 roku oraz 40% wagę dla lat 2017 - 2018. Wskaźnik EV/EBITDA skorygowaliśmy o akcje własne będące w posiadaniu Compu i spółek zależnych. Wycena metodą porównawczą sugeruje cenę jednej akcji na poziomie 47,8 PLN.

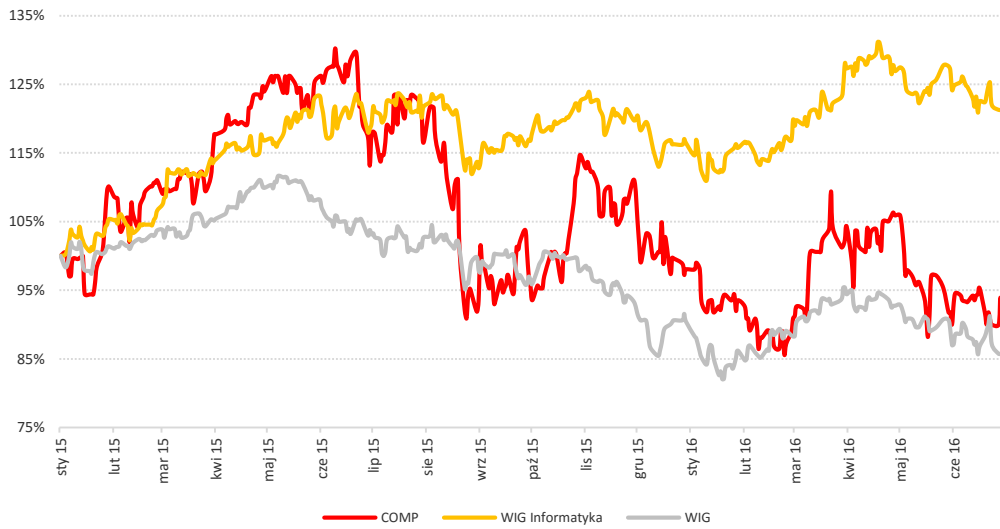
Na GPW nie jest notowany żaden podmiot, którego charakter działalności byłby bardzo zbliżony do Compu, gdyż za większość przychodów spółki odpowiada produkcja i sprzedaż urządzeń wspierających handel detaliczny, która stanowi ponad połowę sprzedaży i zdecydowaną większość wyniku operacyjnego. Działalność zbliżoną do działalności Compu prowadzą natomiast podmioty zagraniczne, które działają globalnie, jednak w większym stopniu koncentrują się rozwiązaniach dla dużych sieci detalicznych (systemy POS). Udział tych spółek w segmencie kas fiskalnych dla małych przedsiębiorców w dalszym ciągu pozostaje niewielki.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	
Asseco Poland	12,2	11,3	11,0	3,6*	3,2*	3,0*	Mnożniki podmiotów krajowych
Atende	21,7	11,4	11,1	7,6	5,6	5,4	
Asseco BS	16,3	15,7	15,0	10,0	9,9	9,5	
Comarch	23,1	12,8	11,6	8,0	6,2	5,6	
Qumak	-	22,5	17,5	-	7,7	7,0	
Sygnity	54,1	18,9	17,2	6,3	4,9	4,8	
Wasko	11,1	7,3	7,1	2,7	2,7	2,7	
<b>Mediana podmioty krajowe</b>	<b>38,6</b>	<b>18,9</b>	<b>17,2</b>	<b>7,1</b>	<b>6,2</b>	<b>5,6</b>	Mnożniki podmiotów zagranicznych
CASIO	7,6	6,8	6,4	5,8	5,2	5,0	
IBM	11,4	11,2	10,6	9,5	8,9	8,6	
NCR	10,1	9,0	8,3	5,1	4,5	4,4	
NEC	17,9	14,4	13,8	8,8	7,3	6,7	
Wincor Nixdorf	11,5	10,5	9,6	6,1	5,3	4,5	
<b>Mediana podmioty zagraniczne</b>	<b>10,7</b>	<b>10,1</b>	<b>9,4</b>	<b>7,3</b>	<b>6,3</b>	<b>5,8</b>	
<b>Mediana wszystkie powyższe spółki</b>	<b>12,2</b>	<b>11,4</b>	<b>11,0</b>	<b>6,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	
Comp	28,3	12,6	8,8	8,1	6,4	5,0	
Premia/dyskonto do mediany (wszystkie podmioty)	131,8%	10,8%	-20,6%	28,4%	18,4%	-3,9%	
Premia dyskonto do podmiotów krajowych	-26,7%	-33,3%	-49,1%	13,1%	4,0%	-11,3%	
Premia dyskonto do podmiotów zagranicznych	164,1%	24,5%	-7,2%	10,4%	2,5%	-14,7%	
Wycena wg wskaźnika	22,5	47,2	65,8	37,0	41,3	55,0	
Waga roku	40%	20%	40%	40%	20%	40%	
<b>Wycena wg wskaźników</b>		<b>49,7</b>			<b>45,9</b>		
Waga wskaźnika		50%			50%		
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>	<b>47,8</b>						

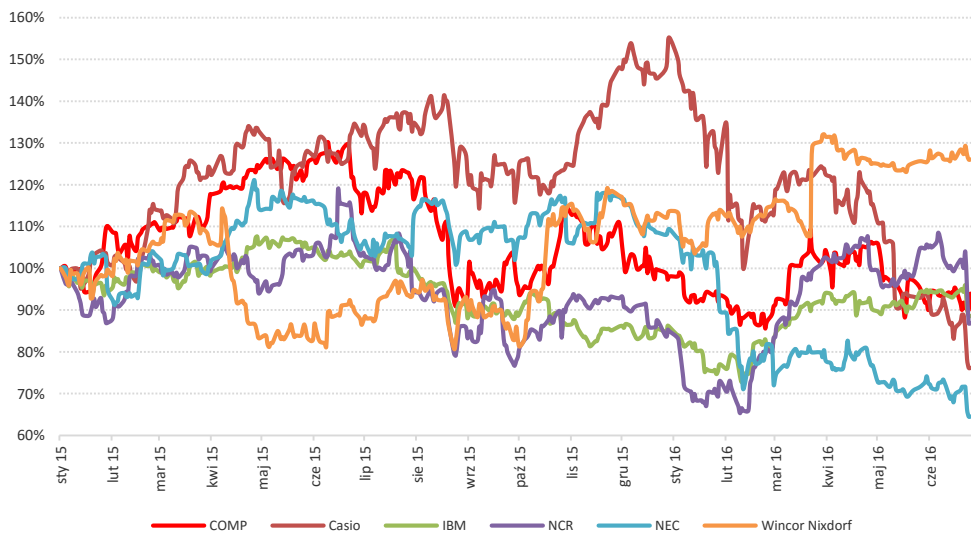
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółki \*Niskie wskaźniki EV/EBITDA w Asseco Poland wynikają ze znacznych udziałów mniejszości

**Zachowanie kursu Compu na tle WIG i WIG INFORMATYKA**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Zachowanie kursu Compu na tle podmiotów zagranicznych**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg



## WYNIKI COMPU ZA 1Q'16

Tak jak oczekiwaliśmy 1Q'16 przyniósł wyraźną erozję wyników względem analogicznego okresu roku poprzedniego. Złożyły się na to trzy główne czynniki. Pierwszym z nich jest wysoka baza w segmencie retail z 1Q'15 wywołana fiskalizacją na rynku polskim. W marcu 2015 roku weszło w życie nowe rozporządzenie Ministra Finansów wprowadzające obowiązek posiadania kas fiskalnych przez nowe grupy podatników takie jak fryzjerzy, kosmetyczki, czy mechanicy, niezależnie od wartości przychodów jakie osiągają. Efektem była zwiększona sprzedaż urządzeń fiskalnych realizowana przez spółki z grupy kapitałowej Compu, dwukrotnie przekraczając wolumeny realizowane podczas „zwykłych” kwartałów.

Czynnikiem negatywnie odbijającym się na wynikach segmentu retail była budowa M/Platform. Według pierwotnych założeń na koniec 2015 roku miała być gotowa sieć 10 tys. punktów z uruchomionym nowym rozwiązaniem Compu, jednak harmonogram prac nieco się wydłużył. Po ich zakończeniu tempo rozbudowy sieci pozytywnie zaskoczyło spółkę, natomiast jej rozbudowa generuje wyższe koszty (około 1000 PLN na punkt), które z racji obecnego etapu rozwoju nie są jeszcze w pełni pokrywane przez przychody generowane z M/Platform. Przełożyło się to w 1Q'16 na 80,8% niższy EBITDA r/r w obszarze retail.

Segment IT z kolei odczuwa spowolnienie w sektorze administracji publicznej wywołane przesunięciem przetargów z nowej perspektywy finansowej UE. Przyczyniło się to do 43,9% spadku przychodów względem 1Q'15. Charakter obecnych umów, gdzie dominują zlecenia serwisowe i utrzymaniowe (będące pochodną kontraktów realizowanych w poprzednich okresach) sprawił, że Comp zwiększył wynik EBITDA w obszarze IT o 79,4% r/r.

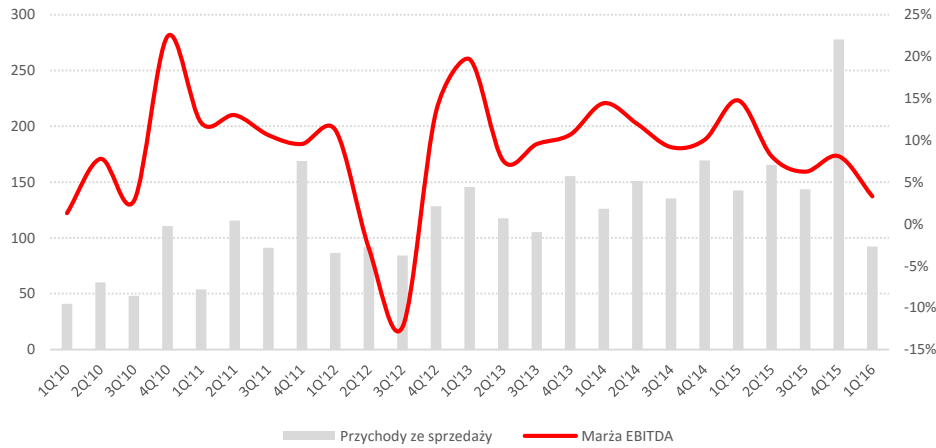
### Skonsolidowane wyniki Compu za 1Q'16

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	142,5	92,1	-35,3%	598,1	679,1	13,5%
Koszt własny sprzedaży	95,1	223,1	134,6%	406,4	520,9	28,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	47,4	54,7	15,4%	191,7	158,2	-17,5%
EBITDA	21,0	22,5	6,8%	68,5	47,9	-30,1%
EBIT	16,7	14,8	-11,3%	51,5	28,7	-44,1%
Wynik brutto	13,8	-1,4	-	41,0	22,1	-46,1%
Wynik netto	9,5	-3,2	-	27,3	17,3	-36,8%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej	8,6	-3,4	-	22,9	15,9	-30,9%
Marża brutto	32,2%	19,7%		32,1%	23,3%	
Marża EBITDA	10,0%	8,1%		11,5%	7,0%	
Marża EBIT	7,7%	5,3%		8,6%	4,2%	
Marża netto	1,7%	4,2%		6,9%	3,3%	

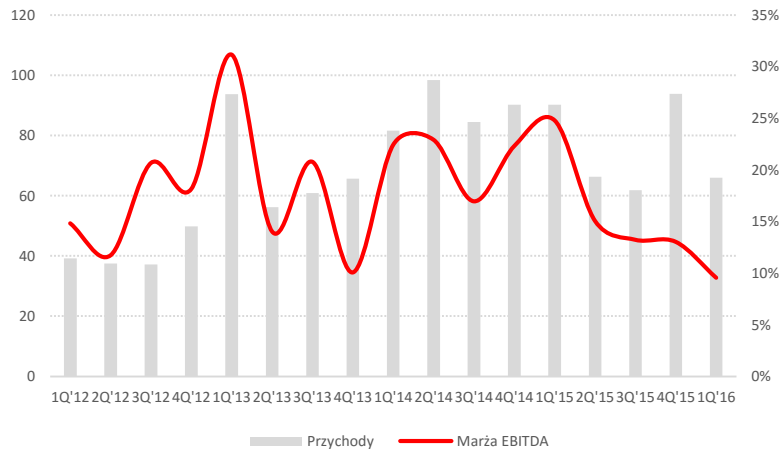
Segment Retail	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16	zmiana r/r
Przychody	90,2	66,0	-26,9%	363,4	288,0	-20,8%
EBITDA	22,4	4,3	-80,8%	79,4	34,7	-56,3%
EBIT	20,0	1,2	-93,9%	70,3	21,2	-69,8%
Marża EBITDA	24,8%	6,5%		21,8%	12,0%	
Marża EBIT	22,2%	1,9%		19,3%	7,4%	

Segment IT	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16	zmiana r/r
Przychody	48,3	27,1	-43,9%	250,4	393,8	57,3%
EBITDA	1,5	2,7	79,4%	3,6	27,0	645,4%
EBIT	-0,5	0,2	-	-4,1	18,1	-
Marża EBITDA	3,2%	10,1%		1,4%	6,8%	
Marża EBIT	-0,9%	0,8%		-1,6%	4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

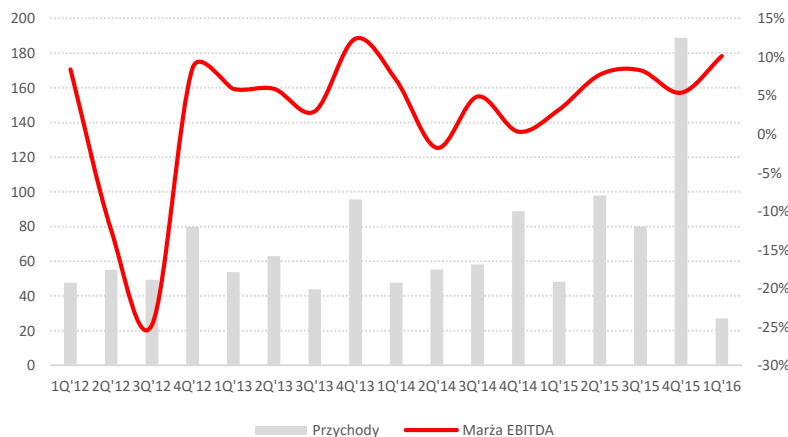
**Wyniki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Wyniki segmentu Retail w ujęciu kwartalnym [mln PLN]**


Dynamiczna rozbudowa M/Platform generuje obecnie wyższe koszty co negatywnie przekłada się na wyniki wypracowywane przez segment retail. Szacujemy, że koszt sprzętu i zachęt dla dystrybutorów to w sumie około 1000 PLN na punkt.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Wyniki segmentu IT w ujęciu kwartalnym [mln PLN]**


Zmiana struktury przychodów w segmencie IT (większy udział kontraktów serwisowych i utrzymaniowych) powoduje, wzrost marżowości pomimo silnego spadku przychodów

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Skonsolidowane wyniki Compu [mln PLN]\***

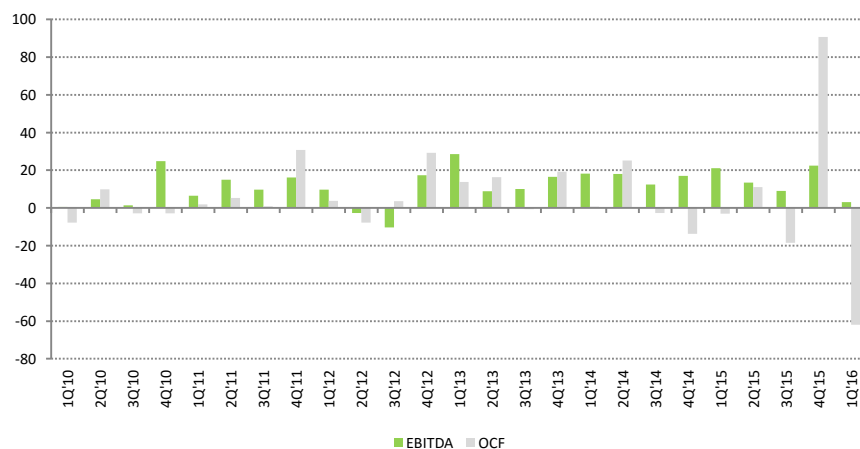
	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2013	2014	2015
Przychody ze sprzedaży	151,0	135,3	169,4	142,5	165,5	143,6	277,8	92,1	523,3	581,8	729,4
Koszt własny sprzedaży	101,4	95,1	114,8	95,1	124,1	109,0	223,1	64,7	361,8	397,3	551,3
Zysk brutto ze sprzedaży	49,6	40,2	54,6	47,4	41,4	34,7	54,7	27,4	161,5	184,6	178,2
EBITDA	18,0	12,4	17,0	21,0	13,4	9,0	22,5	3,0	64,1	65,7	65,8
EBIT	13,6	8,1	13,1	16,7	8,9	4,2	14,8	0,8	49,4	49,0	44,6
Wynik brutto	11,9	6,2	9,2	13,8	7,4	3,3	12,8	-1,4	46,5	39,9	37,3
Wynik netto	10,3	4,6	2,9	9,5	7,0	1,9	11,6	-3,2	34,1	26,4	30,0
Marża brutto	32,9%	29,7%	32,2%	33,2%	25,0%	24,1%	19,7%	29,7%	30,9%	31,7%	24,4%
Marża EBITDA	11,9%	9,2%	10,0%	14,8%	8,1%	6,2%	8,1%	3,3%	12,2%	11,3%	9,0%
Marża EBIT	9,0%	6,0%	7,7%	11,7%	5,4%	2,9%	5,3%	0,9%	9,4%	8,4%	6,1%
Marża netto	6,8%	3,4%	1,7%	6,7%	4,2%	1,3%	4,2%	-3,5%	6,5%	4,5%	4,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka. Dane za 2015 rok uwzględniają zmianę sposobu prezentacji wyników PayTela, który nie jest już klasyfikowany jako aktywo przeznaczony do sprzedaży.

**Wyniki w rozbiciu na segmenty**

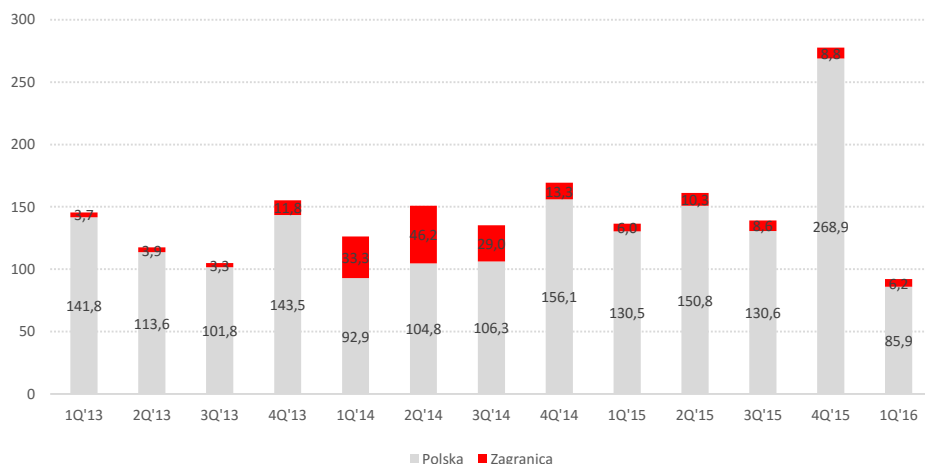
	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2013	2014	2015
<b>Retail</b>											
Przychody	98,4	84,5	90,2	90,2	66,3	61,8	93,8	66,0	276,5	354,7	312,2
EBITDA	22,5	14,3	20,1	22,4	10,0	8,2	12,2	4,3	56,3	75,3	52,8
EBIT	20,1	12,1	18,0	20,0	7,6	5,5	6,9	1,2	48,0	66,3	40,0
Marża EBITDA	22,9%	17,0%	22,3%	24,8%	15,1%	13,2%	13,0%	6,7%	20,4%	21,2%	16,9%
Marża EBIT	20,4%	14,4%	20,0%	22,2%	11,4%	9,0%	7,3%	1,9%	17,4%	18,7%	12,8%
<b>IT</b>											
Przychody	55,3	58,2	88,7	48,3	97,9	80,0	188,9	27,1	256,1	249,8	415,0
EBITDA	-1,0	2,8	0,3	1,5	7,5	6,6	10,1	2,7	19,9	5,4	25,8
EBIT	-3,0	0,8	-1,5	-0,5	5,5	4,5	7,8	0,2	14,6	-2,0	17,4
Marża EBITDA	-1,8%	4,9%	0,3%	3,2%	7,7%	8,3%	5,4%	10,1%	7,8%	2,2%	6,2%
Marża EBIT	-5,4%	1,4%	-1,7%	-0,9%	5,6%	5,7%	4,1%	0,8%	5,7%	-0,8%	4,2%
<b>Pozostałe</b>											
Przychody	-2,7	-7,4	-9,6	4,0	-9,2	-2,6	-5,0	-4,0	-9,2	-22,6	-12,8
EBIT	-3,5	-4,8	-3,4	-2,9	-4,2	-5,8	0,1	-4,0	-13,1	-15,3	-12,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Porównanie wyniku EBITDA i przepływów operacyjnych w ujęciu kwartalnym [mln PLN]**


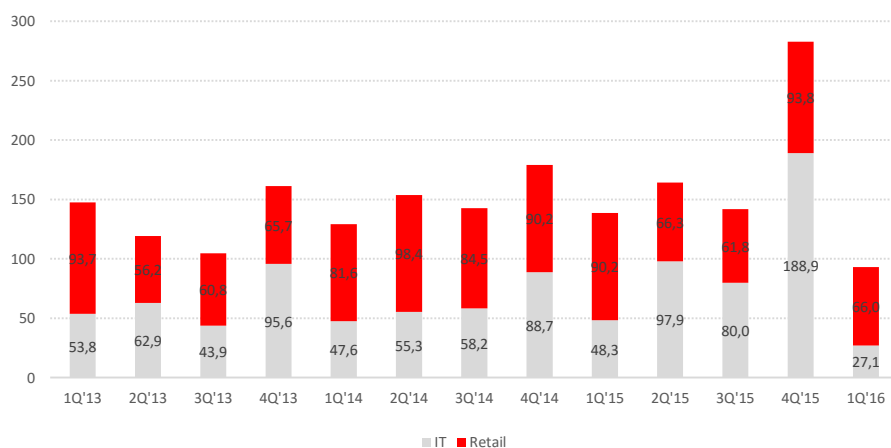
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Geograficzna struktura przychodów w ujęciu kwartalnym [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Struktura sprzedaży [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Wyniki Elzabu w 1Q'16**

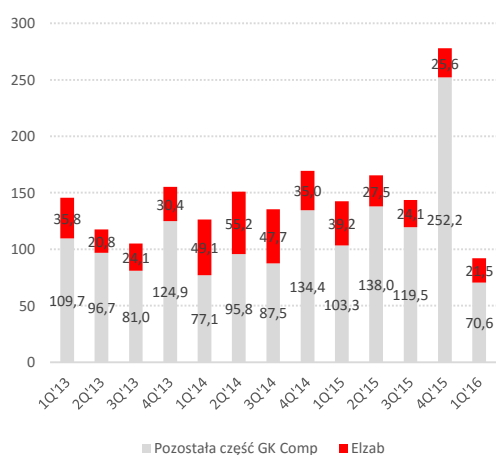
Elzab prowadzi jednolitą działalność polegającą na produkcji i sprzedaży urządzeń fiskalnych, przez co jego wyniki są wrażliwe na popyt związany z nowymi fiskalizacjami, bądź jego brak. W 1Q'15 spółka odczuła pozytywny wpływ objęcia obowiązkiem posiadania kas fiskalnych przez nowe grupy podatników w Polsce, co skutkowało prawie dwukrotnie wyższą sprzedażą niż w okresach kiedy nie istnieją bodźce w postaci dodatkowego popytu. W tym roku w Polsce ani na żadnym innym rynku gdzie Elzab sprzedaje swoje produkty nie były prowadzone większe fiskalizacje. Miało to swoje odzwierciedlenie w wynikach prezentowanych przez spółkę za okres 1Q'16. Przychody Elzabu spadły o 45,1% r/r, a EBTDA osiągnęła poziom o 56,8% niższy niż rok temu. W 1Q'16 na wynikach Elzabu negatywnie odbijały się także koszty budowy M/Platform. Nowy projekt prowadzony jest przez Comp Centrum Inowacji – spółkę, która w grupie kapitałowej Comp odpowiada za rozwój innowacyjnych projektów. Elzab posiada 49,72% udziałów w tym podmiocie przez, co koszty budowy nowej platformy mają także odzwierciedlenie w wyniku netto Elzabu, który w 1Q'16 okazał się o 86,9% słabszy r/r i wyniósł 0,6 mln PLN.

**Skonsolidowane wyniki Elzabu [mln PLN]**

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16	zmiana r/r
Przychody	39,2	21,5	-45,1%	177,1	98,8	-44,2%
Zysk brutto na sprzedaży	13,6	7,4	-45,8%	60,3	33,8	-44,0%
EBITDA	8,9	3,8	-56,8%	30,7	15,0	-51,0%
EBIT	7,9	2,6	-66,9%	26,8	10,5	-60,8%
Zysk brutto	6,4	1,2	-81,9%	27,0	8,6	-68,2%
Zysk netto	4,8	0,6	-86,9%	21,9	6,8	-68,7%
Marża brutto	34,7%	34,3%		34,0%	34,2%	
Marża EBITDA	22,7%	17,8%		17,4%	15,2%	
Marża EBIT	20,2%	12,2%		15,1%	10,6%	
Marża netto	12,3%	2,9%		12,4%	6,9%	

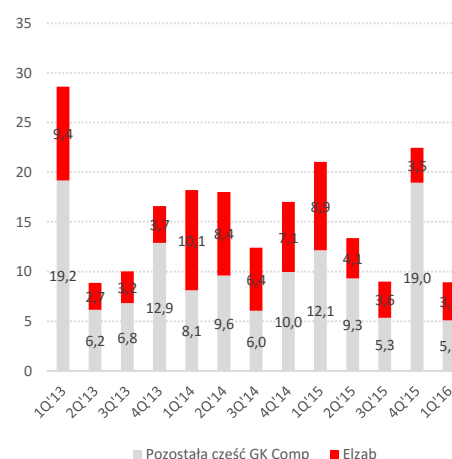
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Udział Elzabu w przychodach GK Comp [mln PLN]**



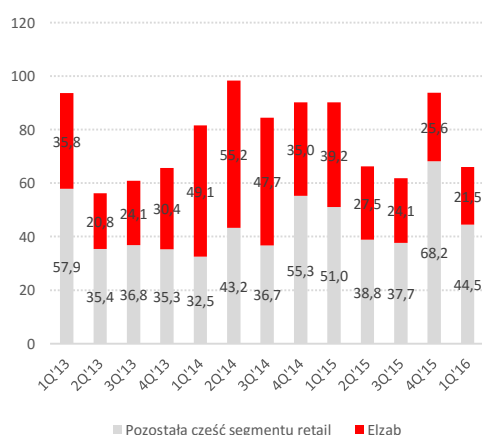
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Udział Elzabu w wyniku EBITDA GK Comp [mln PLN]**



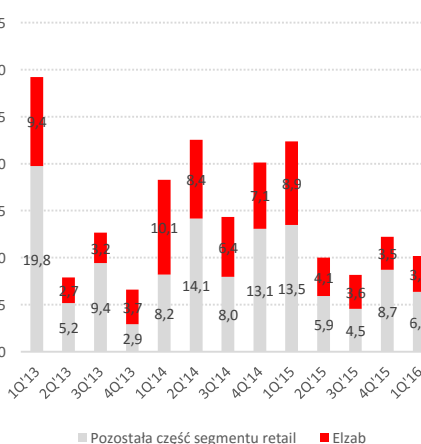
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Udział Elzabu w przychodach segmentu retail [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Udział Elzabu w wyniku EBITDA segmentu retail [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PERSPEKTYWY NA 2Q'16 I KOLEJNE OKRESY

Oczekujemy, że w 2Q'16 może być jeszcze widoczna erozja wyników r/r, co jest rezultatem wysokiej bazy w segmencie IT z 2Q'15 wywołanej przesunięciami w realizacji kontraktów na 2015 rok. Obecnie trwa dość wymagający okres dla spółek z sektora informatycznego spowodowany opóźnieniem w rozpisywaniu przetargów z nowej perspektywy UE, co ma negatywne odzwierciedlenie w raportowanych wynikach. Comp także w segmencie retail nie będzie mógł jeszcze liczyć na wyraźną poprawę dlatego w 2Q'16 oczekujemy spadku skonsolidowanych przychodów o 25% r/r, a wyniku EBITDA o 17% r/r.

Wyraźna odbudowa wyników jest możliwa już od 3Q'16 w związku ze spodziewaną fiskalizacją na Węgrzech. W związku z wprowadzonymi niedawno regulacjami do września tego roku kolejne grupy węgierskich podatników będą zobowiązane wyposażyć się w urządzenia fiskalne, spodziewamy się jednak, że skala tego etapu fiskalizacji będzie dużo mniejsza niż miało to miejsce poprzedni. Z tego powodu wygenerowanie lepszych rezultatów może okazać się dużym wyzwaniem dla Comp. W 2H'16 powinien pojawić się także pozytywny wpływ nowej platformy do sprzedaży usług, jednak z uwagi na niską dotychczas skalę działalności i niewielką liczbę uruchomionych aplikacji przełomowym powinien się okazać dopiero 2017 rok.

W dalszej perspektywie pomóc powinny także nowe regulacje prawne, które zgodnie z planami Ministerstwa Finansów miałyby skutkować natychmiastową rejestracją on-line dokonywanych transakcji sprzedaży, co ma uszczelnić system poboru podatków. Podobny model funkcjonuje już na Węgrzech i gdyby w takim kształcie został wprowadzony w Polsce, to Comp oprócz zwiększonej sprzedaży kas fiskalnych mógłby liczyć na dodatkowe przetargi związane z budową centralnego systemu rejestrującego oraz jego serwisu i utrzymania.

### Prognoza dla segmentu IT

Po niezwykle udanym 2015 roku spodziewamy się okresowego spowolnienia, wynikającego z braku nowych przetargów publicznych oraz bardzo wysokiej bazy związanej z przesunięciem się realizacji niektórych kontraktów i ich kumulacją właśnie w zeszłym roku. Jeśli chodzi o sam 2Q'16 to powinien być on słabszy r/r, ponieważ już w 2Q'15 spółka zaraportowała mocny wynik w tym segmencie tworząc dość wysoką bazę. Dlatego oczekujemy niższej o 25% r/r sprzedaży, a w całym 2016 roku szacujemy spadek przychodów na poziomie 38,5% w relacji do roku ubiegłego. Wynik EBITDA w 2Q'16 powinien być o 29,5% niższy, a w całym 2016 roku spadek powinien wynieść 19,3%. W nieco dalszej perspektywie przed spółką stoi dobra okazja do poprawy ścieżki wynikowej w segmencie IT związana z rozbudową sieci szerokopasmowych, która znalazła się w pierwszej osi priorytetowej Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa.

### Prognoza dla segmentu Retail

Już 2015 rok przyniósł dla tego segmentu spowolnienie, co było związane z brakiem większych fiskalizacji w krajach, gdzie Comp sprzedaje swoje rozwiązania. Jedynie w 1Q'15 mieliśmy do czynienia ze zwiększonym popytem na kasy fiskalne wynikającym z objęciem obowiązkiem ich posiadania nowych grup podatników. Obecnie nie jest prowadzona żadna większa fiskalizacja, a z racji niskiej bazy z zeszłego roku spodziewamy się płaskiej ścieżki wynikowej w segmencie retail. Uważamy, że przychody segmentu spadną o 9% r/r, a wynik EBITDA o 6,1% r/r. W całym 2016 roku spodziewamy się niewielkiej skali erozji wyniku, ponieważ niższą sprzedaż w Polsce powinna zrekompensować fiskalizacja na Węgrzech. Niedawno wprowadzone regulacje zakładają wejście obowiązku posiadania kas fiskalnych przez nowe grupy podatników do września 2016 roku. Zwracamy jednak uwagę, że rozmiar tego etapu fiskalizacji może być istotnie niższy niż miało to miejsce podczas jej pierwszego etapu.

Szansą na raportowanie lepszych rezultatów jest uruchomienie nowej platformy sprzedaży usług (M/Platform), która ma umożliwić małym punktom handlowo-usługowym sprzedaż dodatkowych produktów bez konieczności inwestowania w dodatkową infrastrukturę. Oceniamy, że w 2016 roku ze względu na niewielką skalę działalności wpływ nowego rozwiązania na skonsolidowane wyniki będzie niewielki. Przełomowy powinien się okazać 2017 rok, kiedy liczba punktów z zainstalowaną platformą może wynieść kilka tysięcy, co umożliwi także uruchomienie usługi data mining.

## Prognozy wyników [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	142,5	165,5	143,6	277,8	92,1	129,8	132,7	156,0	729,4	510,6	596,0	622,1
<i>Retail</i>	90,2	66,3	61,8	93,8	58,0	60,4	76,7	65,5	312,2	260,6	280,6	303,6
<i>IT</i>	48,3	97,9	80,0	188,9	27,1	73,4	60,0	94,4	415,0	254,9	331,4	334,7
Zysk brutto ze sprzedaży	47,4	41,4	34,7	54,7	27,4	41,5	47,4	50,5	178,2	166,8	196,8	215,3
EBITDA	21,0	13,4	9,0	22,5	8,0	10,7	17,2	14,6	65,8	50,4	65,1	79,9
<i>Retail</i>	22,4	10,0	8,2	12,2	9,2	9,4	16,4	10,6	52,8	45,6	57,3	72,2
<i>IT</i>	1,5	7,5	6,6	10,1	2,7	5,3	4,7	8,0	25,8	20,8	23,9	23,9
EBIT	16,7	8,9	4,2	14,8	0,8	5,3	11,6	9,0	44,6	26,7	42,7	56,7
<i>Retail</i>	20,0	7,6	5,5	6,9	6,2	6,4	13,2	7,3	40,0	33,1	43,8	57,8
<i>IT</i>	-0,5	5,5	4,5	7,8	0,2	2,9	2,4	5,7	17,4	11,2	14,9	15,1
Wynik brutto	13,8	7,4	3,3	12,8	-1,4	3,3	9,4	6,7	37,3	18,0	33,6	47,9
Wynik netto	9,5	7,0	1,9	11,6	-3,2	2,7	7,6	5,4	30,0	12,5	27,2	38,8
Marża brutto	33,2%	25,0%	24,1%	19,7%	29,7%	32,0%	35,8%	32,4%	24,4%	32,7%	33,0%	34,6%
Marża EBITDA	14,8%	8,1%	6,2%	8,1%	8,7%	8,2%	12,9%	9,4%	9,0%	9,9%	10,9%	12,8%
<i>Retail</i>	24,8%	15,1%	13,2%	13,0%	15,9%	15,5%	21,4%	16,1%	16,9%	17,5%	20,4%	23,8%
<i>IT</i>	3,2%	7,7%	8,3%	5,4%	10,1%	7,2%	7,9%	8,5%	6,2%	8,2%	7,2%	7,1%
Marża EBIT	11,7%	5,4%	2,9%	5,3%	0,9%	4,1%	8,8%	5,7%	6,1%	5,2%	7,2%	9,1%
<i>Retail</i>	22,2%	11,4%	9,0%	7,3%	10,6%	10,5%	17,3%	11,1%	12,8%	12,7%	15,6%	19,0%
<i>IT</i>	-0,9%	5,6%	5,7%	4,1%	0,8%	4,0%	4,0%	6,0%	4,2%	4,4%	4,5%	4,5%
Marża netto	6,7%	4,2%	1,3%	4,2%	-3,5%	2,0%	5,8%	3,5%	4,1%	2,4%	4,6%	6,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Spółka

## Elzab

W wyniku braku fiskalizacji na rynku krajowym rok 2016 powinien przynieść erozję wyników także w Elzabie. Spodziewamy się że słabsza ścieżka wynikowa będzie efektem wysokiej bazy z 1Q'15, a okres 2H'16 powinien skutkować zaraportowaniem wyraźnie lepszych rezultatów. W 3Q'16 zakładamy pozytywny wpływ fiskalizacji na Węgrzech, jednak jej skala będzie zapewne niższa niż pierwotnie zakładaliśmy, przez co wyniki generowane przy poprzednich fiskalizacjach raczej nie będą powtórzone. W kolejnych okresach wzrost sprzedaży powinien być generowany dzięki Grecji, gdzie Elzab tworzy spółkę ze swoim dotychczasowym partnerem biznesowym na tamtejszym rynku. Oczekujemy, że pozwoli to lepiej wykorzystać potencjał greckiego rynku kas fiskalnych i roczna sprzedaż zostanie zwiększona z 6 tys. kas fiskalnych obecnie do 10 tys. w 2017 roku.

## Prognozy wyników Elzabu [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	39,2	27,5	24,1	25,6	21,5	22,3	28,3	23,8	116,5	95,9	101,5	104,3
Zysk brutto ze sprzedaży	13,6	9,3	8,5	8,6	7,4	7,6	9,3	8,1	40,0	32,4	34,4	35,3
EBITDA	8,9	4,1	3,6	3,5	3,8	3,9	4,8	4,2	31,9	20,1	16,7	18,1
EBIT	7,9	3,1	2,5	2,3	2,6	2,7	3,6	3,1	27,9	15,8	12,0	13,2
Wynik brutto	6,4	2,9	2,2	2,3	1,2	2,2	3,0	2,6	29,5	13,8	9,0	15,1
Wynik netto	4,8	2,5	1,9	1,8	0,6	1,8	2,4	2,1	24,4	11,1	7,0	12,1
Marża brutto	34,7%	33,7%	35,4%	33,5%	34,3%	34,3%	33,0%	34,0%	34,3%	33,8%	33,8%	33,8%
Marża EBITDA	22,7%	14,8%	15,0%	13,7%	17,8%	17,5%	16,9%	17,7%	17,3%	17,4%	17,9%	17,6%
Marża EBIT	20,2%	11,2%	10,3%	9,1%	12,2%	12,3%	12,8%	12,9%	13,6%	12,6%	13,0%	12,9%
Marża netto	12,3%	9,1%	8,1%	6,8%	2,9%	7,9%	8,6%	9,0%	9,5%	7,3%	11,9%	16,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Spółka

**Zmiana prognoz względem ostatniego raportu [mln PLN]**

	2016P poprzednia	2016P obecna	Zmiana	2017P poprzednia	2017P obecna	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	641,7	510,6	-20,4%	655,6	596,0	-9,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	195,1	166,8	-14,5%	174,6	196,8	12,7%
EBITDA	73,3	50,4	-31,2%	76,6	65,1	-15,0%
EBIT	52,5	26,7	-49,1%	54,1	42,7	-21,0%
Wynik brutto	42	18,0	-57,0%	44,1	33,6	-23,8%
Wynik netto	34	12,5	-63,3%	34,9	27,2	-22,0%
Marża brutto	30,4%	32,7%		27,2%	33,0%	
Marża EBITDA	11,4%	9,9%		11,9%	10,9%	
Marża EBIT	8,2%	5,2%		8,4%	7,2%	
Marża netto	5,3%	2,4%		5,4%	4,6%	

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A.



## OTOCZENIE RYNKOWE

Przychody w segmencie retail są ściśle uzależnione od regulacji prawnych dotyczących sposobu rejestrowania transakcji sprzedaży w krajach, gdzie Comp prowadzi swoją działalność. W Polsce tą kwestię reguluje ustawa z 11 marca 2004 o podatku od towarów i usług nakładająca obowiązek posiadania kasy fiskalnej na przedsiębiorców, którzy prowadzą sprzedaż na rzecz osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej. Kluczowe są czasowe zwolnienia z obowiązku posiadania kasy fiskalnej, regulowane przez ministra finansów drogą rozporządzenia. Z chwilą wydawania nowych rozporządzeń pewne grupy podatników przestają korzystać z przywileju zwolnienia z obowiązku posiadania kasy fiskalnej, co generuje dodatkowy popyt na te urządzenia. Obecne rozporządzenia ministra finansów weszło w życie 1 stycznia 2015 i obowiązuje do 31 grudnia 2016.

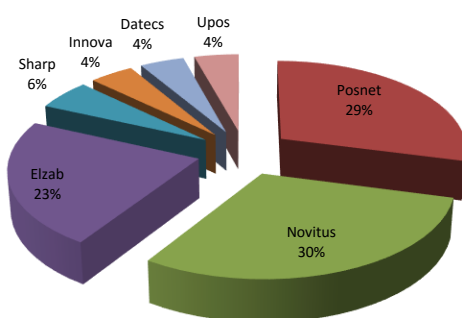
Oprócz popytu ze strony tzw. nowych podatników producenci kas fiskalnych mogą liczyć na popyt odtworzeniowy, który wynika z konieczności wymiany urządzenia spowodowanej zapewnieniem się modułu fiskalnego. Moduł ten jest pamięcią kasy, w której zapisywane są informacje na temat dokonanych transakcji, średnio zapełnia się on co 5-7 lat.

### Rynek krajowy

W minionej turze fiskalizacji obowiązkiem posiadania kas fiskalnych zostali objęci min.: lekarze, fryzjerzy, prawnicy i mechanicy samochodowi, bez względu na wysokość przychodów. W 2013 obowiązek ten zaczął dotyczyć tych, którzy osiągnęli przychód wyższy niż 20 tys. PLN, wcześniej był to próg 40 tys. PLN. Od 2017 roku powinno obowiązywać nowe rozporządzenie w sprawie zwolnienia z obowiązku posiadania kas fiskalnych, co może przełożyć się na zwiększony popyt na przełomie 2016 i 2017 roku. Ponadto w związku z planami poprawy ściągальności VAT pojawiają się sygnały płynące z Ministerstwa Finansów dotyczące zmiany sposobu rejestracji transakcji. Zgonie z nowymi przepisami wszystkie transakcje miałyby być rejestrowane on-line, a ich wdrażanie może się zacząć już w 2018 roku. Oznaczałoby to budowę centralnego systemu na wzór węgierski, w którym będą zapisywane wszystkie transakcje dokonywane na terenie Polski.

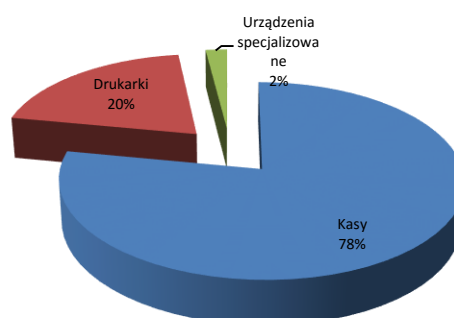
Oceniamy, że aby spełnić wymogi nowego systemu znaczna część kas fiskalnych powinna być wymieniona, co miałyby pozytywne odzwierciedlenie w wynikach Compu, który kontroluje około 50% rynku. Wprowadzenie nowych regulacji oznaczałoby również, że wszystkie urządzenia obecne na rynku z mocy prawa musiałyby być przystosowane do pełnej obsługi M/Platform, dzięki czemu spółka może być odciążona z części nakładów inwestycyjnych potrzebnych do rozwoju nowego produktu. Wyniki spółki mogłyby wesprzeć ewentualne wygranie przetargu na budowę centralnego systemu rejestrującego transakcje oraz jego utrzymanie. W naszej ocenie jest to jednak mało prawdopodobny scenariusz, ponieważ zgodnie z obecnymi planami Ministerstwo Finansów chce samodzielnie budować system rejestr faktur, więc prawdopodobnie z transakcjami na rynku detalicznym będzie podobnie.

Udział w polskim rynku urządzeń fiskalnych

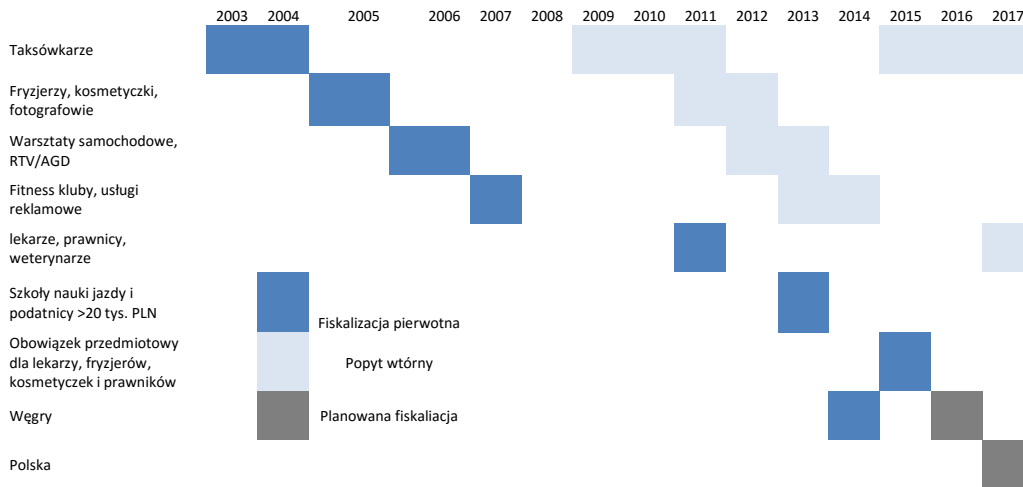


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

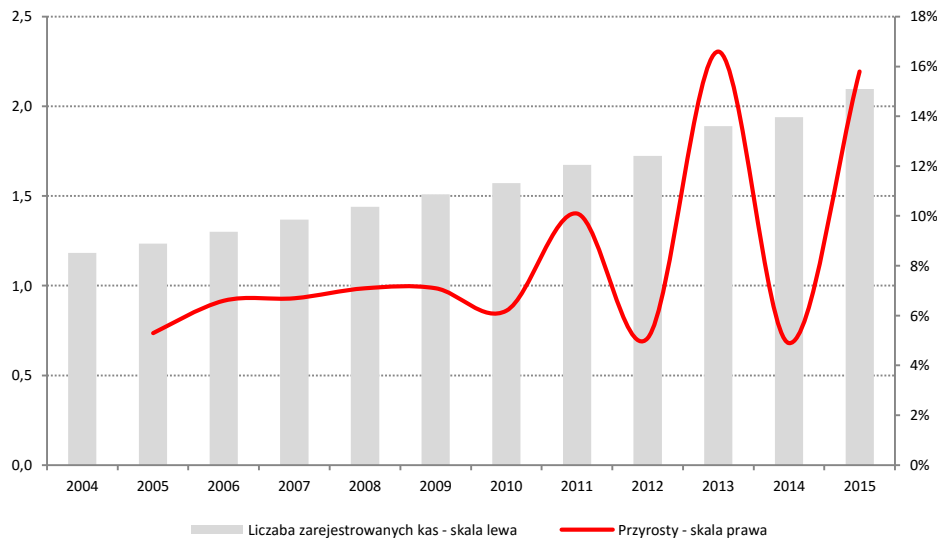
Struktura rynku urządzeń fiskalnych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Popyt na urządzenia fiskalne przez wybrane grupy podatników**


Źródło: spółka

**Liczba zarejestrowanych kas fiskalnych w Polsce [mln szt.]**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Ministerstwo Finansów

**Rynki zagraniczne**

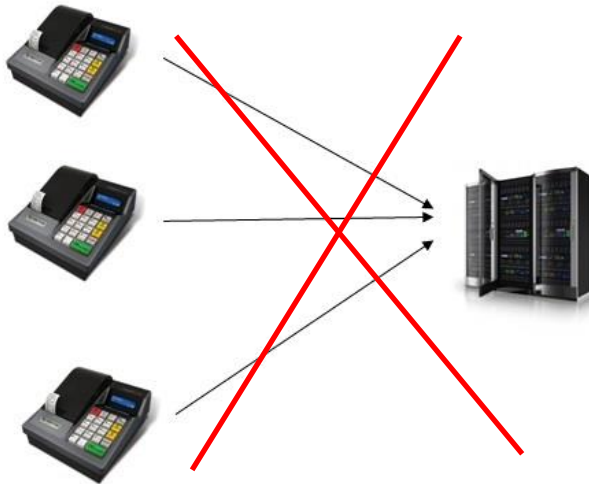
Comp jest również obecny na rynkach zagranicznych, jednak silną pozycję udało mu się wywalczyć tylko na Węgrzech, co jest skutkiem dużej fiskalizacji, jaka miała miejsce na tamtejszym rynku w 2014 roku. Rynek kas fiskalnych w Europie ciągle ma szansę się rozwijać, gdyż spośród krajów starej UE obowiązek posiadania kas fiskalnych istnieje tylko w Holandii, Szwecji, Włoszech i Grecji. W wielu przypadkach brakuje na razie zdecydowanych działań, ponieważ np. w Grecji istnieje już obowiązek posiadania urządzeń rejestrujących, ale ustawodawca nie przewidział żadnych sankcji w przypadku niedostosowania się do tych przepisów. Dlatego też w Grecji nie miał jeszcze miejsca skokowy wzrost popytu na kasy jak to miało miejsce np. na Węgrzech.

Kasy fiskalne przeznaczone na polski rynek muszą być wyposażone w moduł fiskalny zapisujący dane transakcji, natomiast nie ma konieczności wyposażania tych kas w moduły do przesyłania danych z racji braku centralnego systemu fiskalnego. Dzięki pracom rozwojowym nad M/Platform, Comp jest również w stanie produkować kasy fiskalne do krajów, w których taki system centralny istnieje oraz stworzyć taki system. Przykładem kraju w którym istnieje system centralny są Węgry. Kasy sprzedawane na Węgrzech zostały dodatkowo wyposażone w moduły TCU, umożliwiające przesyłanie danych na temat transakcji w czasie rzeczywistym do Urzędu Skarbowego. Zastosowanie tego rozwiązania ułatwia kontrolę skarbową, którą można przeprowadzić porównując liczbę klientów odwiedzających sklep z ilością paragonów zarejestrowanych w systemie centralnym.

**Model fiskalizacji na Węgrzech**

*Fiskalizacja na Węgrzech polegała zarówno na obowiązku wyposażenia się przedsiębiorców w kasy fiskalne oraz budowie centralnego systemu fiskalnego. Dzięki wyposażeniu kas fiskalnych w moduły umożliwiające przesył danych, informacje na temat transakcji są zapisywane zarówno w pamięci kasy oraz na serwerach tamtejszego fiskusa. Ewentualne fiskalizacje w innych krajach europejskich również powinny się opierać na systemach centralnych, przez co referencje Compu z rynku węgierskiego mogą się okazać kluczowe w pozyskiwaniu nowych rynków.*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Model fiskalizacji stosowany w Polsce**

*Obecnie w Polsce kasy fiskalne nie muszą być wyposażane w moduł do przesyłania danych, gdyż wszystkie transakcje są zapisywane w pamięci kasy nazywanej modułem fiskalnym. Jest to spowodowane brakiem centralnego systemu fiskalnego. Jednak Ministerstwo Finansów planuje od 2018 roku wprowadzić nowe regulacje, według których wszystkie transakcje będą rejestrowane on-line. Stwarza to konieczność przebudowy systemu fiskalnego na wzór węgierski.*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko zmian prawnych.** Popyt na główny produkt spółki czyli kasy fiskalne jest ściśle uzależniony od zmian w przepisach podatkowych krajów, do których Comp dostarcza swoje produkty, przez co wyniki osiągnięte przez spółkę w różnych okresach mogą się od siebie wyraźnie różnić.
- **Ryzyko polityczne.** Bieżąca sytuacja geopolityczna może istotnie wpływać na kierunki i tempo zmian legislacyjnych w krajach, gdzie spółka prowadzi swoją działalność. Zwracamy tutaj uwagę na Węgry, w których ze względu na problem uchodźców istnieje ryzyko przesunięcia w czasie prac nad kolejnym etapem fiskalizacji, co skutkowałoby przeprowadzeniem jej dopiero w 2016 roku, zamiast tak jak oczekiwano wcześniej w 4Q'15.
- **Rosnąca presja płacowa w sektorze IT.** Presja na płace powoduje ciągłe zwiększanie się kosztów wynagrodzeń w spółkach z branży IT, co może negatywnie odbijać się na marżach realizowanych przez spółkę. Ponadto na tym rynku w związku z deficytem wykwalifikowanej kadry występuje wysoka konkurencja między firmami o pracowników, co stwarza ryzyko niepozyskania wystarczającej liczby pracowników potrzebnych do realizacji kontraktów.
- **Ryzyko utraty kluczowych pracowników.** Produkty oferowane przez spółkę oparte są o doświadczenie i know-how pracowników. W związku z dużym popytem na pracowników w branży IT istnieje ryzyko odejścia kluczowej kadry i obniżenie konkurencyjności grupy Comp na rynku.
- **Niedobór wykwalifikowanej kadry na rynku pracy.** Spółka prowadzi bardzo elastyczną politykę zatrudnienia dzięki, której jest w stanie dostosowywać swoje moce produkcyjne do bieżących potrzeb. Większość procesu produkcyjnego mieści się wewnątrz struktur grupy kapitałowej, co powoduje duże zapotrzebowanie na wykwalifikowanych specjalistów. W przypadku pozyskania bardzo dużych zamówień spółka może mieć problemy z pozyskaniem w krótkim czasie wystarczającej liczby pracowników, co stwarza ryzyko niepełnego wykorzystania możliwości jakie mogą płynąć z fiskalizacji w dużych krajach Europy.
- **Ryzyko walutowe.** Comp dostarcza swoje rozwiązania poza granice kraju, jak również planuje dalszy rozwój na rynkach zagranicznych, więc jest przez to narażony na negatywny wpływ kursu walut.
- **Ryzyko poniesienia kar.** Niewłaściwe działanie systemów informatycznych stosowanych przez spółkę może skutkować koniecznością zapłaty kar bądź gwarancji.
- **Spór z Urzędem Skarbowym.** PayTel będący spółką zależną Comp otrzymał decyzję od Naczelnika Drugiego Urzędu Skarbowego w Warszawie w sprawie zaległego podatku VAT wraz z odsetkami w wysokości 2,2 mln PLN. Kwota została ujęta w sprawozdaniu finansowym Compu za 2014 rok obciążając wynik z działalności zaniechanej. Spółka nie zgadza się z decyzją i będzie dochodzić swoich racji drogą sądową, jednak patrząc na dotychczasowe orzecznictwo w podobnych sprawach istnieje bardzo wysokie prawdopodobieństwo zapłacenia kary.
- **M/platform.** Nad tym projektem Comp pracuje już od dłuższego czasu i w związku z nim poniósł znaczne nakłady inwestycyjne. Zgodnie ze strategią spółki nowa platforma ma zostać kluczową linią biznesową, jednak topień złożoności tego przedsięwzięcia stwarza ryzyko opóźnień jego przy realizacji, co może skutkować słabszymi wynikami od pierwotnych założeń. Ponadto projekt jest na tak wczesnym etapie rozwoju, że prognozy wyników jakie Comp może osiągnąć dzięki niemu są obciążone wysokim błędem.

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa Trwałe</b>	<b>455,0</b>	<b>486,5</b>	<b>494,5</b>	<b>498,9</b>	<b>503,7</b>	<b>508,1</b>	<b>512,2</b>	<b>516,0</b>	<b>518,0</b>	<b>518,4</b>	<b>518,5</b>	<b>518,5</b>
Wartości niematerialne i prawne	386,8	399,7	408,9	412,6	416,5	420,3	424,0	427,7	430,4	432,3	434,0	435,6
Rzeczowe aktywa trwałe	49,7	62,7	64,2	65,0	65,9	66,4	66,8	67,0	66,2	64,7	63,2	61,6
Pozostałe aktywa trwałe	18,6	24,2	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>348,3</b>	<b>359,0</b>	<b>302,1</b>	<b>316,7</b>	<b>326,2</b>	<b>331,9</b>	<b>329,4</b>	<b>328,6</b>	<b>331,0</b>	<b>336,5</b>	<b>343,8</b>	<b>382,2</b>
Zapasy	52,8	54,5	42,5	66,2	69,1	70,4	71,7	73,0	74,3	75,7	77,1	78,6
Należności handlowe	168,7	157,7	113,5	132,4	138,3	140,8	143,3	146,0	148,6	151,4	154,2	157,1
Aktywa z tytułu niezakończonych umów	5,3	2,9	4,5	6,8	7,4	7,7	8,1	8,4	8,7	9,0	9,3	9,7
Środki pieniężne	37,4	70,8	52,2	22,0	22,0	23,6	17,0	12,0	10,1	11,1	13,9	47,5
Pozostałe aktywa obrotowe	84,1	73,1	89,3	89,3	89,3	89,3	89,3	89,3	89,3	89,3	89,3	89,3
<b>Aktywa razem</b>	<b>803,3</b>	<b>845,5</b>	<b>796,5</b>	<b>815,6</b>	<b>829,9</b>	<b>840,0</b>	<b>841,5</b>	<b>844,6</b>	<b>849,0</b>	<b>854,9</b>	<b>862,4</b>	<b>900,7</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>439,5</b>	<b>448,9</b>	<b>461,1</b>	<b>488,3</b>	<b>519,0</b>	<b>547,5</b>	<b>577,4</b>	<b>608,8</b>	<b>641,6</b>	<b>675,8</b>	<b>711,5</b>	<b>748,1</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>56,7</b>	<b>135,3</b>	<b>133,7</b>	<b>133,7</b>	<b>133,7</b>	<b>122,5</b>	<b>122,5</b>	<b>99,0</b>	<b>69,0</b>	<b>39,0</b>	<b>9,0</b>	<b>8,9</b>
Zobowiązania Finansowa	47,5	125,5	124,8	124,8	124,8	113,6	113,6	90,1	60,1	30,1	0,1	0,0
Pozostałe zobowiązania	335,4	188,1	202,6	229,8	260,5	311,4	341,4	419,8	512,5	606,7	702,4	739,2
<b>Zobowiązania krótko terminowe</b>	<b>307,1</b>	<b>261,3</b>	<b>201,7</b>	<b>193,6</b>	<b>177,2</b>	<b>170,1</b>	<b>141,6</b>	<b>136,8</b>	<b>138,4</b>	<b>140,2</b>	<b>141,9</b>	<b>143,7</b>
Zobowiązania Finansowe	128,6	60,7	85,3	65,3	45,3	36,5	6,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	91,8	118,9	70,9	82,8	86,4	88,0	89,6	91,2	92,9	94,6	96,4	98,2
Pozostałe zobowiązania	86,7	81,6	45,5	45,5	45,5	45,5	45,5	45,5	45,5	45,5	45,5	45,5
<b>Pasywa razem</b>	<b>803,3</b>	<b>845,5</b>	<b>796,5</b>	<b>815,6</b>	<b>829,9</b>	<b>840,0</b>	<b>841,5</b>	<b>844,6</b>	<b>849,0</b>	<b>854,9</b>	<b>862,4</b>	<b>900,7</b>

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	581,8	729,4	510,6	596,0	622,1	633,5	645,1	656,8	668,9	681,3	694,0	707,0
Koszt własny sprzedaży	397,3	551,3	343,7	399,2	406,8	414,6	422,5	430,7	439,0	447,6	456,4	465,4
Zysk brutto ze sprzedaży	184,6	178,2	166,8	196,8	215,3	219,0	222,5	226,2	229,9	233,7	237,6	241,6
Koszty sprzedaży i marketingu	61,5	61,4	67,0	78,2	81,7	83,2	84,7	86,2	87,8	89,4	91,1	92,8
Koszty ogólnego zarządu	73,0	73,2	74,7	75,8	77,0	78,1	79,3	80,5	81,7	82,9	84,1	85,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,2	1,0	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	65,7	65,8	50,4	65,1	79,9	81,8	83,6	85,2	86,9	88,2	89,3	90,3
EBIT	49,0	44,6	26,7	42,7	56,7	57,7	58,6	59,5	60,4	61,4	62,4	63,4
Saldo działalności finansowej	-9,1	-7,3	-8,7	-9,2	-8,8	-8,1	-6,7	-5,2	-3,7	-2,1	-0,5	0,4
Wynik brutto	39,9	37,3	18,0	33,6	47,9	49,6	51,9	54,3	56,7	59,2	61,8	63,7
Wynik netto	26,4	30,0	12,5	27,2	38,8	40,2	42,0	44,0	45,9	48,0	50,1	51,6

Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	9,4	80,3	3,9	25,7	65,0	69,9	71,2	72,3	73,4	74,2	74,7	75,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-28,7	-57,3	-37,1	-26,8	-28,0	-28,5	-29,0	-29,6	-28,4	-27,3	-27,1	-26,9
Przepływy z działalności finansowej	33,5	13,0	14,6	-29,2	-37,0	-39,8	-48,8	-47,8	-46,9	-45,9	-44,9	-14,7
Przepływy pieniężne netto	14,3	36,1	-18,6	-30,3	0,1	1,6	-6,7	-5,0	-1,9	1,0	2,7	33,6
Środki pieniężne na początek okresu	38,9	21,3	72,4	52,2	22,0	22,0	23,6	17,0	12,0	10,1	11,1	13,9
Środki pieniężne na koniec okresu	37,4	72,4	52,2	22,0	22,0	23,6	17,0	12,0	10,1	11,1	13,9	47,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	11,2%	25,4%	-30,0%	16,7%	4,4%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	2,4%	0,3%	-23,4%	29,1%	22,8%	2,4%	2,1%	2,0%	1,9%	1,5%	1,2%	1,2%
EBIT zmiana r/r	-0,9%	-9,0%	-40,1%	60,0%	32,7%	1,8%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Zysk netto zmiana r/r	-22,6%	13,7%	-58,4%	117,9%	42,7%	3,4%	4,6%	4,8%	4,4%	4,4%	4,4%	3,1%
Marża brutto na sprzedaży	31,7%	24,4%	32,7%	33,0%	34,6%	34,6%	34,5%	34,4%	34,4%	34,3%	34,2%	34,2%
Marża EBITDA	11,3%	9,0%	9,9%	10,9%	12,8%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%	12,9%	12,9%	12,8%
Marża EBIT	8,4%	6,1%	5,2%	7,2%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Marża netto	4,5%	4,1%	2,4%	4,6%	6,2%	6,3%	6,5%	6,7%	6,9%	7,0%	7,2%	7,3%
COGS/przychody	68,3%	75,6%	67,3%	67,0%	65,4%	65,4%	65,5%	65,6%	65,6%	65,7%	65,8%	65,8%
SG&A/ przychody	23,1%	18,4%	27,8%	25,8%	25,5%	25,5%	25,4%	25,4%	25,3%	25,3%	25,3%	25,2%
SG&A/COGS	23,1%	18,4%	27,8%	25,8%	25,5%	25,5%	25,4%	25,4%	25,3%	25,3%	25,3%	25,2%
ROE	6,0%	6,7%	2,7%	5,6%	7,5%	7,3%	7,3%	7,2%	7,2%	7,1%	7,0%	6,9%
ROA	3,3%	3,6%	1,6%	3,3%	4,7%	4,8%	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%	5,8%	5,7%
Dług	176,1	186,2	210,1	190,1	170,1	150,1	120,1	90,1	60,1	30,1	0,1	0,0
D/(D+E)	28,6%	29,3%	31,3%	28,0%	24,7%	21,5%	17,2%	12,9%	8,6%	4,3%	0,0%	0,0%
D/E	40,1%	41,5%	45,6%	38,9%	32,8%	27,4%	20,8%	14,8%	9,4%	4,5%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	7,9%	13,9%	31,1%	21,4%	15,5%	14,1%	11,5%	8,7%	6,1%	3,5%	0,8%	-0,6%
Dług netto	138,6	115,4	157,8	168,1	148,0	126,4	103,1	78,1	50,0	19,0	-13,8	-47,5
Dług netto / Kapitał własny	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Dług netto / EBITDA	2,1	1,8	3,1	2,6	1,9	1,5	1,2	0,9	0,6	0,2	-0,2	-0,5
Dług netto / EBIT	2,8	2,6	5,9	3,9	2,6	2,2	1,8	1,3	0,8	0,3	-0,2	-0,7
EV	447,9	424,7	467,1	477,4	457,3	435,7	412,4	387,4	359,3	328,3	295,5	314,0
Dług / EV	39,3%	43,9%	45,0%	39,8%	37,2%	34,4%	29,1%	23,3%	16,7%	9,2%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	3,9%	2,4%	6,3%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,3%	4,0%	3,9%	3,8%
CAPEX/Amortyzacja	137,1%	80,8%	146,2%	119,9%	120,6%	118,2%	116,3%	114,9%	107,4%	101,6%	100,6%	100,0%
Amortyzacja/Przychody	2,9%	2,9%	4,3%	3,8%	3,7%	3,8%	3,9%	3,9%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%
Zmiana KO/Przychody	-6,2%	5,0%	1,6%	-5,2%	-0,8%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-61,7%	24,7%	-3,7%	-36,0%	-19,4%	-19,4%	-19,4%	-19,4%	-19,4%	-19,4%	-19,4%	-19,4%

Wskaźniki rynkowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5
P.E	14,1	11,1	28,3	12,6	8,8	8,6	8,3	7,8	7,4	7,0	6,7	7,7
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5
P/CE	8,0	6,3	9,4	6,6	5,3	5,2	5,0	4,7	4,5	4,4	4,2	4,9
EV/EBITDA*	6,8	6,4	9,3	7,3	5,7	5,3	4,9	4,5	4,1	3,7	3,3	3,5
EV/EBIT*	9,1	9,5	17,5	11,2	8,1	7,5	7,0	6,5	5,9	5,3	4,7	5,0
EV/S*	0,8	0,6	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
BVPS	71,0	72,4	74,4	79,0	84,2	89,0	94,1	99,4	104,9	110,7	116,7	105,2
EPS	3,7	4,7	1,8	4,2	6,0	6,1	6,3	6,7	7,1	7,4	7,7	6,8
CEPS	6,5	8,3	5,6	7,9	9,9	10,1	10,5	11,1	11,6	12,0	12,3	10,7
Dywidenda [mln PLN]	0,0	7,8	0,0	0,0	8,2	11,6	12,0	12,6	13,2	13,8	14,4	15,0
DPS	0,0	1,6	0,0	0,0	1,7	2,4	2,5	2,6	2,8	2,9	3,0	2,6
Dyield	0,0%	3,1%	0,0%	0,0%	3,3%	4,7%	4,8%	5,0%	5,3%	5,5%	5,8%	5,0%
Payout ratio	0,0%	28,2%	0,0%	0,0%	23,1%	32,4%	32,2%	31,7%	31,5%	31,3%	31,4%	31,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Spółka \*Do obliczeń nie uwzględniono akcji własnych

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:****Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-412  
e-mail: bobrowski@bdm.pl

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

**Krzysztof Pado**

Specjalista ds. analiz  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

**Krzystian Brymora**

tel. (032) 20-81-435  
e-mail: brymora@bdm.pl  
chemia, przemysł drzewny

**Adrian Górniak**

tel. (032) 20-81-438  
e-mail: gorniak@bdm.pl  
deweloperzy, handel

**Marek Jurzec**

Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: jurzec@bdm.pl  
IT

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-100  
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

**Leszek Mackiewicz**

tel. (022) 62-20-848  
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

**Bartosz Zieliński**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

**Maciej Bąk**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	69,5	Kupuj	69,5	06.07.2015	10:19 CEST	52,3	43 959
Kupuj	69,5	-	-	23.09.2015		55,0	50 522

**Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'16:**

Kupuj	1	50%
Akumuluj	1	50%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

**Siłne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.



**Nota prawna:**

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowo inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, że to prowadzić do ograniczenia dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentem finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowo inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatkowej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 06.07.2016 roku, 10:19 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 11.07.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 06.07.2016 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.