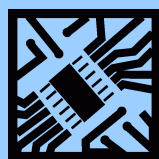


3 sierpnia 2010

Aktualizacja raportu


IT
Polska

Cena bieżąca	86,35 PLN
Cena docelowa	79,50 PLN
Kapitalizacja	695 mln PLN
Free float	156,5 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,52 mln PLN

Comarch

Redukuj

COMH.WA; CMR.PW

(Obniżona)

O poprawę będzie w tym roku trudno

W wyniku przeprowadzonej w Comarch AG transakcji podniesienia kapitału zakładowego Grupa została zasilona zewnętrznymi wpływami z emisji na kwotę 1 mln EUR. W zamian zaangażowanie Comarchu w aktywa w Niemczech i Francji przynoszące około 33% skonsolidowanej sprzedaży Grupy spadło ze 100% do 60%. W związku z przeprowadzoną emisją szacowany przez nas udział akcjonariuszy mniejszościowych w wartości przedsiębiorstwa rośnie z 10,5 mln PLN do 36,1 mln PLN, przez co nasza wycena spółki obniża się o około 2,82 PLN na akcję. Ponadto oczekiwane słabe wyniki pierwszego półrocza skłaniają nas do obniżenia tegorocznych prognoz oraz obniżenia tempa spodziewanej poprawy wyników. Comarch pozostaje wciąż spółką notowaną przy znacznym poziomie premii w stosunku do polskich i zagranicznych konkurentów, która naszym zdaniem jest trudna do uzasadnienia nawet w przypadku zakładanego przez nas znaczącego udziału Comarchu w projektach informatycznych związanych z budową elektronicznej administracji. W związku z powyższym obniżamy naszą rekomendację z trzymaj do redukuj wyznaczając cenę docelową dla akcji Comarchu na poziomie 79,5 PLN.

Struktura akcjonariatu/głosów na WZA

Janusz Filipiak	32,23%/41,04%
Elżbieta Filipiak	10,63%/28,29%
BZ WBK AIB AM	34,62%/18,43%
Pozostali	22,52%/12,24%

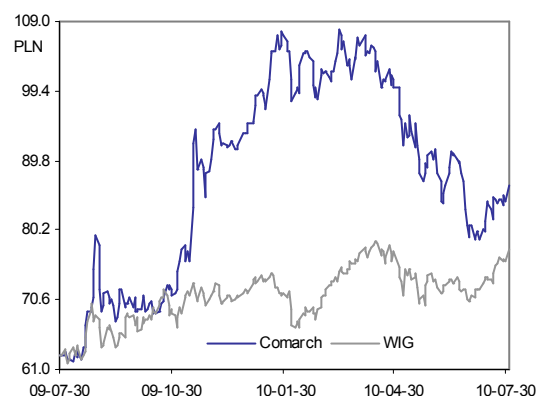
Prezentacja sektora

Rok 2009 zakończył się kilkuprocentowym spadkiem wartości rynku informatycznego. Bieżący rok nie przyniesie dużego odbicia ze względu na wciąż niepewną sytuację ekonomiczną i ograniczenie w dostępie do kredytu. Sektor cały czas czekają wielkie inwestycje ze strony państwa, na które zaprzęzione zostaną również fundusze unijne.

Profil spółki

Comarch jest jednym z największych w Polsce integratorów i dostawców oprogramowania IT. Największe znaczenie dla spółki ma świadczenie usług informatycznych dla sektora finansowego i telekomunikacyjnego. Ponadto spółka mocno rozszerza swoją obecność na rynkach zagranicznych zwłaszcza niemieckim i francuskim. W tym roku połowa przychodów spółki ma pochodzić spoza rynku polskiego.

Kurs akcji CMR na tle WIG



Prognozy 2Q2010

Drugi kwartał będzie naszym zdaniem tylko nieznacznie lepszy operacyjnie od bardzo słabego 2Q2009, za czym stać będą oczekiwane przez nas odpisy wartości aktywów spowodowane przez podniesienie kapitału w Comarchu AG i rozwodnienie na aktywach tej spółki zależnej na kwotę 9,9 mln PLN. Prócz tego oczekujemy straty operacyjnej w SoftM w wysokości 1,0 mln EUR oraz straty operacyjnej w spółkach celowych wynoszącej 3,0 mln PLN. W konsekwencji strata operacyjna Grupy w drugim kwartale wyniesie 11,3 mln PLN (vs. 12,8 mln PLN straty przed rokiem). Ze względu na fakt, że odpis wartości aktywów nastąpi na poziomie konsolidacji Grupy zakładamy, że strata przypisana mniejszościowym akcjonariuszom będzie znacząco mniejsza niż w ubiegłym roku i wyniesie 1,6 mln PLN, co przełoży się na stratę akcjonariuszy Comarchu w wysokości 8,7 mln PLN.

Korekta prognoz rocznych

Z uwagi na słabsze wyniki osiągane przez spółki celowe oraz SoftM uważamy, że zapowiedzi zarządu zakładające zredukowanie strat spółek celowych do 4,0 mln PLN oraz wyprowadzenie niemieckiej spółki zależnej na rentowność operacyjną nie zostaną zrealizowane. W związku z tym obniżamy nasze oczekiwania w odniesieniu do straty spółek celowych do 10,0 mln PLN (poprzednio 4,0 mln PLN, a straty SoftM z 1,5 mln EUR do 2,0 mln EUR). Na poziomie konsolidacji dodatkowo uwzględniamy oczekiwane przez nas odpisy wartości aktywów, które dodatkowo obniżą wynik operacyjny Grupy o 9,9 mln PLN.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	701,0	729,4	701,4	803,5	852,7
EBITDA	66,0	56,2	50,9	86,1	97,8
marża EBITDA	9,4%	7,7%	7,3%	10,7%	11,5%
EBIT	45,9	14,3	11,3	47,1	59,3
Zysk netto	199,1	32,3	20,9	43,8	51,4
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9
P/E	3,5	21,3	33,3	15,9	13,5
P/CE	3,1	9,3	11,5	8,4	7,7
P/BV	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	9,5	10,6	12,0	6,8	5,8

Piotr Grzybowski

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

W 2010 r. bez poprawy wyników

Sytuacja finansowa

Prognozy 2Q2010

Drugi kwartał przyniesie naszym zdaniem poprawę wyników operacyjnych w stosunku do bardzo słabego ubiegłego roku, jednak skala poprawy daleko będzie odbiegać od oczekiwań inwestorów. Przychody Grupy spadną w porównaniu do ubiegłego roku o 9,2%, za czym będzie stał przede wszystkim spadek obrotów realizowanych przez SoftM oraz dodatkowo przekładający się na przychody realizowane poza Polską efekt umocnienia złotego.

Ponownie negatywnie na osiągnięte rezultaty przełoży się naszym zdaniem SoftM. Wpływ konsolidacji niemieckiej spółki na wyniki Comarchu w minionym kwartale szacujemy na około -6,3 mln PLN, przy czym stratę EBIT prognozujemy na poziomie 1,0 mln EUR, a na poziomie konsolidacji wynik Grupy zostanie dodatkowo obniżony o około 2,0 mln PLN z tytułu amortyzacji wartości firmy z przejęcia. Spółki celowe obniżą skonsolidowany wynik operacyjny o 3,0 mln PLN. Dodatkowo zakładamy, że spółka dokona odpisu wartości aktywów zagranicznych na kwotę 9,9 mln PLN, co naszym zdaniem może okazać się koniecznością w związku z przeprowadzeniem transakcji podniesienia kapitału w Comarch AG.

Marżę brutto na sprzedaży Grupy szacujemy na poziomie 16,6%. Koszty ogólnego zarządu wyniosą zgodnie z naszymi oczekiwaniami 25,6 mln PLN, a saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniesie -10,4 mln PLN. Strata operacyjna Comarchu sięgnie 11,3 mln PLN. Z uwagi na fakt, że odpis wartości zagranicznych aktywów nastąpi najprawdopodobniej na poziomie konsolidacji, strata mniejszości będzie według nas znacząco niższa niż w ubiegłym roku (-1,6 mln PLN), co przełoży się na -8,7 mln PLN straty netto przypadającej akcjonariuszom Comarchu.

Prognozy wyników finansowych Comarchu w 2Q2010

(mln PLN)	2Q2010P	2Q2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	148,7	163,7	-9,2%	701,4	729,4	-3,8%
EBITDA	0,2	2,2	-90,8%	50,9	56,2	-9,5%
marża	0,14%	1,36%	-	7,25%	7,70%	-
EBIT	-11,3	-12,8	-11,9%	11,3	14,3	-21,1%
zysk brutto	-10,1	-11,7	-13,5%	15,7	18,4	-14,9%
zysk netto	-8,7	-3,1	177,2%	20,9	32,3	-35,3%

Źródło: Comarch, szacunki DI BRE Banku SA

Korekta prognoz rocznych

Słabe rezultaty pierwszego półrocza stawiają naszym zdaniem pod znakiem zapytania osiągnięcie celów, o których zarząd wspominał pod koniec zeszłego roku tj. osiągnięcia rentowności operacyjnej przez SoftM oraz zredukowania straty EBIT spółek celowych do 4,0 mln PLN. Obniżamy naszą prognozę wyniku operacyjnego SoftM do -2,0 mln EUR (wobec -1,5 mln EUR w poprzedniej prognozie). W stosunku do spółek celowych obniżamy nasze oczekiwania i podnosimy zakładaną stratę operacyjną z 4,0 mln PLN do 10,0 mln PLN.

Jednocześnie w prognozach uwzględniamy spodziewany odpis wartości aktywów zagranicznych na kwotę 9,9 mln PLN. Jako wydarzenie niegotówkowe odpis pomijamy w naszej wycenie DCF. Powyższe korekty obniżają naszą roczną prognozę wyniku EBITDA do 50,9 mln PLN (66,8 mln PLN poprzednio). W przypadku okresu 2011-13 nadal w wycenie utrzymujemy optymistyczne założenie przewidujące roczne przychody z kontraktów na budowę elektronicznej administracji na poziomie 100 mln PLN rocznie.

Podniesienie kapitału w Comarch AG i implikacje dla wyceny

W Comarchu AG doszło do podniesienia kapitału zakładowego, w wyniku którego udział Comarchu spadł ze 100% do 60%. Transakcja ta ma naszym zdaniem znaczący wpływ na wycenę, gdyż powoduje znaczące rozwodnienie akcjonariuszy na niemieckich i francuskich aktywach Grupy. W skład Comarchu AG wchodzi m.in. SoftM, za którego 80,89% Comarch zapłacił pod koniec 2008 roku po uwzględnieniu podniesienia kapitału i wezwania 13,9 mln EUR. Prócz tego Comarch AG realizuje w ramach Grupy zagraniczne kontrakty telekomunikacyjne m.in. z Vodafone i Mobile, które stanowiły znaczącą część zagranicznych przychodów Grupy. W sumie z rynku niemieckiego pochodziło w 2009 roku 204,3 mln PLN przychodów (około 28,0% skonsolidowanej sprzedaży), a wpływy realizowane na rynku francuskim szacujemy na około 35,0 mln PLN (4,8% skonsolidowanej sprzedaży). W konsekwencji spadku udziałów Comarchu w Comarchu AG wycena udziału akcjonariuszy mniejszościowych rośnie z 10,5 mln PLN do 36,1 mln PLN, co tylko w niewielkim stopniu jest rekompensowane przez zewnętrzny dopływ gotówki z emisji (1,0 mln EUR).

Wycena

Podsumowanie wyceny Comarchu

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	614,4	50%	
Wycena porównawcza	568,4	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	479,4	50%	
na bazie wskaźnika EV/EBITDA	657,3	50%	
Średnia	591,4		639,9
na 1 akcję Comarchu			79,5

Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Comarchu w okresie od 2010 do 2019 roku.
2. W okresie prognozy oraz po okresie objętym prognozą zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,9% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
3. Do wyceny włączamy zdyskontowaną wartość ulgi podatkowej związanej z działalnością w Specjalnej Strefie Ekonomicznej w Krakowie.
4. Po okresie prognozy przyjmujemy wzrost FCF na poziomie 3,0%.

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA oraz P/E dla zagranicznych spółek informatycznych na lata 2010, 2011 i 2012. Dla kolejnych lat przyjmujemy odpowiednio wagi 25%, 45% i 30%.

Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla spółek informatycznych

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Microsoft Corp		7,6	6,7	6,2	12,7	11,0	10,0
Cap Gemini		6,6	5,5	4,9	20,4	14,7	12,5
SAP AG		10,6	9,3	8,4	17,1	14,9	13,3
Oracle Corp		9,4	8,0	7,4	15,1	12,8	11,5
Accenture Ltd		7,4	7,1	6,7	15,2	13,7	12,3
Indra Sistemas		7,3	7,0	6,5	10,0	9,6	9,4
Tietoerator		6,1	5,4	5,0	12,6	10,3	9,3
Atos Origin SA		4,8	4,3	4,0	12,8	10,4	9,2
LOGICA Plc		6,0	5,7	5,5	9,0	8,4	7,6
IBM		7,5	7,0	6,6	11,4	10,4	9,6
Asseco Poland		7,3	6,7	6,1	12,7	11,9	11,0
Sygnity		9,3	5,1	3,9	-	14,0	8,4
Maksimum		10,6	9,3	8,4	20,4	14,9	13,3
Minimum		4,8	4,3	3,9	9,0	8,4	7,6
Mediana		7,4	6,7	6,2	12,7	11,5	9,8
Comarch	86,4	12,0	6,8	5,8	33,3	15,9	13,5
premia / dyskonto		62,4%	2,0%	-6,1%	161,9%	38,5%	37,8%



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	701,4	803,5	852,7	905,9	926,5	973,7	1 018,1	1 061,5	1 097,4	1 130,3	
zmiana	-3,8%	14,5%	6,1%	6,2%	2,3%	5,1%	4,6%	4,3%	3,4%	3,0%	
EBITDA	50,9	86,1	97,8	105,2	95,7	100,5	105,2	110,7	113,7	116,3	
marża EBITDA	7,3%	10,7%	11,5%	11,6%	10,3%	10,3%	10,3%	10,4%	10,4%	10,3%	
Amortyzacja	39,6	39,0	38,5	38,1	30,1	30,5	30,9	31,2	31,6	31,9	
EBIT	11,3	47,1	59,3	67,1	65,6	70,0	74,3	79,5	82,1	84,4	
marża EBIT	1,6%	5,9%	7,0%	7,4%	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%	7,5%	7,5%	
Opodatkowanie EBIT	2,1	8,9	11,3	12,7	12,5	13,3	14,1	15,1	15,6	16,0	
NOPLAT	9,2	38,1	48,0	54,3	53,2	56,7	60,2	64,4	66,5	68,4	
CAPEX	-55,6	-53,3	-47,7	-42,2	-40,1	-39,2	-38,1	-36,6	-34,8	-31,9	
Kapitał obrotowy	-6,4	-10,8	-6,5	-5,8	-5,5	-7,5	-9,9	-6,3	-5,6	-7,1	
Pozostałe	12,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-1,2	13,1	32,4	44,5	37,6	40,5	43,1	52,8	57,7	61,3	63,1
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
współczynnik dyskonta	95,8%	86,3%	77,8%	70,1%	63,2%	57,0%	51,4%	46,3%	41,7%	37,6%	33,9%
PV FCF	-1,1	11,3	25,2	31,2	23,8	23,1	22,1	24,4	24,1	23,1	299,1

WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Koszt długu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	0,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy

3,0%

Analiza wrażliwości

Wartość rezydualna (TV)

795,1

Wzrost FCF w nieskończoności

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

299,1

1,0% 2,0% 3,0% 4,0% 5,0%

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

207,2

WACC +1,0pp 67,8 70,5 73,8 78,0 83,3

Wartość firmy (EV)

506,3

WACC +0,5pp 71,0 74,1 77,9 82,8 89,2

Dług netto

-108,4

WACC 74,5 78,1 **82,6** 88,4 96,1

Inne aktywa nieoperacyjne

35,8

WACC -0,5pp 78,4 82,5 87,8 94,8 104,3

Udziałowcy mniejszościowi

36,1

WACC -1,0pp 82,7 87,6 93,9 102,3 114,2

Wartość firmy

614,4

Liczba akcji (mln.)

8,1

Wartość firmy na akcję (PLN)

76,3

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

8,2%

Cena docelowa

82,6

EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej

10,0

P/E(*10) dla ceny docelowej

31,8

Udział TV w EV

59%

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody ze sprzedaży	701,0	729,4	701,4	803,5	852,7	905,9	926,5
<i>zmiana</i>	20,6%	4,1%	-3,8%	14,5%	6,1%	6,2%	2,3%
TMT	114,7	148,5	157,5	166,9	181,9	192,8	204,4
Finanse i bankowość	146,7	117,4	118,6	128,1	139,6	152,2	165,9
Handel i usługi	65,4	60,4	70,1	77,1	86,3	93,3	100,7
Przemysł i utilities	63,2	106,6	74,6	77,6	82,3	88,0	94,2
Sektor publiczny	203,7	59,6	59,6	131,2	137,8	144,7	115,7
MiS - Polska	54,7	55,8	56,9	60,4	64,0	67,8	71,9
MiS - DACH	37,6	169,7	150,7	148,8	146,6	152,0	157,6
Pozostałe	14,8	12,7	13,4	13,4	14,2	15,2	16,1
Koszty sprzedanych produktów	551,0	590,7	567,3	633,9	666,4	707,0	723,5
Zysk brutto na sprzedaży	149,9	138,7	134,1	169,5	186,3	198,9	203,0
Koszty sprzedaży	49,2	70,8	65,4	71,1	73,2	75,4	78,7
koszty ogólnego zarządu	46,8	51,9	44,9	48,9	51,3	54,0	56,3
Zysk netto na sprzedaży	53,9	16,0	23,8	49,5	61,7	69,5	68,0
Pozostała działalność operacyjna	-8,0	-1,7	-12,5	-2,5	-2,4	-2,4	-2,3
EBIT	45,9	14,3	11,3	47,1	59,3	67,1	65,6
<i>zmiana</i>	4,3%	-68,8%	-21,1%	316,1%	26,0%	13,1%	-2,2%
<i>marża EBIT</i>	6,6%	2,0%	1,6%	5,9%	7,0%	7,4%	7,1%
Wynik na działalności finansowej	198,6	4,6	4,4	4,8	6,2	8,1	10,3
Pozostałe	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	244,5	18,4	15,7	51,8	65,5	75,2	76,0
Podatek dochodowy	-43,3	8,0	2,4	-7,8	-12,4	-14,3	-14,4
Udziałowcy mniejszościowi	2,1	-5,9	-2,8	0,2	1,6	2,6	3,8
Zysk netto	199,1	32,3	20,9	43,8	51,4	58,3	57,8
<i>zmiana</i>	365,6%	-83,8%	-35,3%	109,9%	17,4%	13,3%	-0,8%
<i>marża</i>	28,4%	4,4%	3,0%	5,5%	6,0%	6,4%	6,2%
Amortyzacja	20,1	41,8	39,6	39,0	38,5	38,1	30,1
EBITDA	66,0	56,2	50,9	86,1	97,8	105,2	95,7
<i>zmiana</i>	8,1%	-14,8%	-9,5%	69,3%	13,6%	7,5%	-9,0%
<i>marża EBITDA</i>	9,4%	7,7%	7,3%	10,7%	11,5%	11,6%	10,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	8,0	8,0	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
EPS	25,0	4,1	2,6	5,4	6,4	7,2	7,2
CEPS	27,5	9,3	7,5	10,3	11,2	12,0	10,9
ROAE	47,7%	5,9%	3,7%	7,4%	8,1%	8,6%	8,0%
ROAA	27,0%	3,6%	2,3%	4,7%	5,2%	5,5%	5,2%

**Bilans**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
AKTYWA	915,2	895,1	900,7	972,4	1 023,5	1 084,1	1 134,4
Majątek trwały	406,3	413,7	429,4	444,8	454,5	459,1	469,4
Rzeczowe aktywa trwałe	257,1	256,3	258,7	260,8	262,2	262,8	264,3
Wartości niematerialne	98,7	84,7	98,3	110,4	118,2	121,6	130,1
Wartość firmy z konsolidacji	26,3	42,7	42,7	42,7	42,7	42,7	42,7
Aktywa finansowe	1,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Inwestycje pozostałe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pozostałe należności	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	12,7	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	8,4	8,1	7,8	8,9	9,5	10,0	10,3
Majątek obrotowy	508,9	481,4	471,3	527,6	569,0	625,0	665,0
Zapasy	29,6	33,0	33,3	37,2	39,1	41,4	42,4
Rozliczenia międzyokresowe	12,2	8,5	8,2	9,4	9,9	10,6	10,8
Należności handlowe	244,6	221,9	219,1	251,0	266,4	283,0	289,5
Inne należności	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
Aktywa finansowe	3,0	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
Środki pieniężne	219,3	204,1	196,8	216,1	239,6	275,9	308,3
(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
PASYWA	915,2	895,1	900,7	972,4	1 023,5	1 084,1	1 134,4
Kapitał własny	534,2	554,3	569,5	613,8	653,0	699,0	747,0
Kapitał akcyjny	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Kapitały rezerwowe	139,7	148,5	148,5	148,5	148,5	148,5	148,5
Zyski zatrzymane	348,5	380,8	398,9	442,9	480,5	523,9	568,1
Kapitały mniejszości	38,0	17,0	14,2	14,4	16,0	18,7	22,4
Zobowiązania długoterminowe	158,8	138,6	136,5	141,0	141,0	141,0	138,5
Kredyty i pożyczki	94,4	82,8	82,8	82,8	82,8	82,8	82,8
Długoterminowe zobowiązania finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy	64,4	55,8	53,7	58,2	58,2	58,1	55,6
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	222,3	202,2	194,7	217,6	229,5	244,1	248,9
Kredyty i pożyczki	26,8	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
Zobowiązania handlowe	177,2	175,0	168,0	189,5	201,0	215,2	220,2
Inne zobowiązania	6,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Rezerwy	6,4	5,3	5,1	5,4	5,3	5,1	4,7
Rozliczenia międzyokresowe	5,7	7,7	7,4	8,4	8,9	9,5	9,7
Dług	121,2	95,7	95,7	95,7	95,7	95,7	95,7
Dług netto	-98,1	-108,4	-101,1	-120,3	-143,9	-180,2	-212,6
(Dług netto / Kapitał własny)	-18,4%	-19,5%	-17,8%	-19,6%	-22,0%	-25,8%	-28,5%
(Dług netto / EBITDA)	-1,5	-1,9	-2,0	-1,4	-1,5	-1,7	-2,2
BVPS	67,1	69,6	70,7	76,2	81,1	86,8	92,8

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przepływy operacyjne	-102,2	65,5	44,0	67,7	80,5	87,8	79,6
Zysk brutto	201,2	26,4	18,0	44,1	53,0	60,9	61,5
Odsetki	-198,6	-4,6	-4,4	-4,8	-6,2	-8,1	-10,3
Amortyzacja	20,1	41,8	39,6	39,0	38,5	38,1	30,1
Kapitał obrotowy	37,5	8,4	-6,4	-10,8	-6,5	-5,8	-5,5
Podatek	-3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-159,2	-6,6	-2,8	0,2	1,6	2,6	3,8
Przepływy inwestycyjne	244,9	-60,5	-51,2	-48,5	-41,5	-34,1	-29,8
CAPEX	93,3	-65,4	-55,6	-53,3	-47,7	-42,2	-40,1
Inwestycje kapitałowe	-34,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	185,8	4,9	4,4	4,8	6,2	8,1	10,3
Przepływy finansowe	6,2	-20,2	0,0	0,0	-15,4	-17,5	-17,3
Dług	28,4	-25,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	-15,4	-17,5	-17,3
Inne	-22,2	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	148,9	-15,2	-7,3	19,2	23,6	36,3	32,4
Środki pieniężne na koniec okresu	219,3	204,1	196,8	216,1	239,6	275,9	308,3
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9	2,2	2,2
FCF	188,7	5,4	-12,8	15,0	32,4	44,5	37,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-13,3%	6,2%	5,8%	5,4%	5,0%	4,7%	4,3%

Wskaźniki rynkowe

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
P/E	3,5	21,3	33,3	15,9	13,5	11,9	12,0
P/CE	3,1	9,3	11,5	8,4	7,7	7,2	7,9
P/BV	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
P/S	1,0	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8
FCF/EV	30,1%	0,9%	-2,1%	2,5%	5,7%	8,3%	7,5%
EV/EBITDA	9,5	10,6	12,0	6,8	5,8	5,1	5,3
EV/EBIT	13,7	41,6	53,8	12,5	9,6	8,0	7,7
EV/S	0,9	0,8	0,9	0,7	0,7	0,6	0,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	2,5%	2,5%

Cena (PLN)

Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,0	8,0	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
MC (mln PLN)	687,4	687,4	695,3	695,3	695,3	695,3	695,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	38,0	17,0	14,2	14,4	16,0	18,7	22,4
EV (mln PLN)	627,2	596,1	608,4	589,4	567,4	533,8	505,1



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Comarch

Rekomendacja	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2010-02-15	2010-07-05
kurs z dnia rekomendacji	102,90	81,00
WIG w dniu rekomendacji	37933,01	39805,41