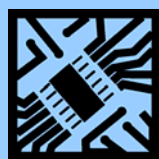


11 grudnia 2007

Aktualizacja raportu

**Informatyka**

Polska

Cena bieżąca	186,9 PLN
Cena docelowa	178,7 PLN
Kapitalizacja	1487,8 mln PLN
Free float	577,1 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	4,61 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Elżbieta i Janusz Filipiakowie	42,85% / 68,98%
BZ WBK AIB AM	18,36% / 9,72%

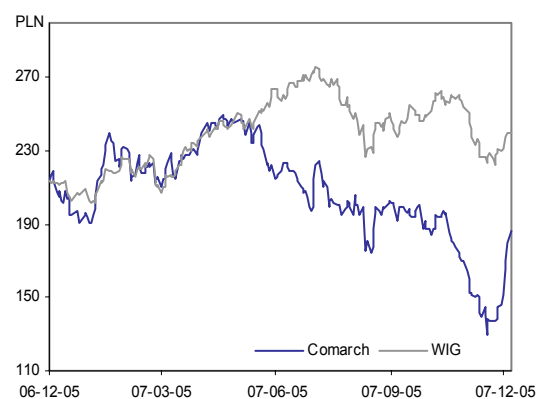
Pozostali	38,79% / 21,30%
-----------	-----------------

Prezentacja sektora

Wartość rynku informatyki bankowej wyniosła w 2005 roku 2,2 mld PLN (około 14,5% udziału polskiego rynku IT). Prognozy na kolejne lata dla polskiego rynku IT zakładają wzrost w dwucyfrowym tempie. W 2006 roku wartość polskiego rynku ERP przekroczyła wartość 500 mln PLN. Według raportu IDC, do 2009 r. rynek ERP będzie się zwiększał o około 16,5% rocznie.

Profil spółki

Comarch jest globalnym dostawcą biznesowych rozwiązań IT obsługujących kompleksowo relacje z klientami i optymalizujących działalność operacyjną oraz procesy biznesowe. Spółka tworzy i rozwija własne systemy informatyczne dedykowane m.in. dla klientów z sektora publicznego, finansowego oraz telekomunikacyjnego zarówno w kraju, jak i za granicą.

Kurs akcji CMR na tle WIG**Piotr Janik**

(48 22) 697 47 40

piotr.janik@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Comarch

Trzymaj

COMH.WA; CMR PW

(Obniżona)

Sprzedaż akcji Interia.pl

Od naszego ostatniego raportu z 26 listopada br., kurs akcji Comarchu wzrósł o 35,9%. Wciąż pozytywnie oceniamy perspektywy Spółki, jednak uważamy, że w krótkim terminie potencjał wzrostowy dla akcji CMR jest już ograniczony. Jednocześnie podwyższamy naszą cenę docelową dla akcji CMR do 178,7 PLN, co jest efektem sprzedaży akcji INT na rzecz Bauer Media Invest. Bieżąca cena akcji CMR, równa 186,9 PLN, wykazuje 4,39% potencjał spadkowy względem naszej ceny docelowej. Obniżamy rekomendację z kupuj do trzymaj.

Transakcja z Bauer Media Invest

Comarch Management, spółka w 100% zależna od Comarch S.A., podpisał umowę sprzedaży 2,54 mln akcji INT na rzecz Bauer Media Invest. Pakiet akcji składa się z 2,27 mln akcji INT imiennych uprzywilejowanych oraz 0,27 mln akcji zwykłych INT. Przedmiotem transakcji są akcje reprezentujące łącznie 36,08% kapitału zakładowego Interia.pl oraz uprawniające łącznie do 48,48% głosów na WZA Interia.pl. Akcje INT zostaną zgłoszone w wezwaniu do sprzedaży akcji INT, organizowanym przez Bauer Media Invest. Cena w wezwaniu wyniesie 66,62 PLN za jedną akcję zwykłą INT oraz 80,00 PLN za jedną akcję INT uprzywilejowaną do liczby głosów na WZA Interia.pl

Comarch S.A. objął udziały Comarch Management o łącznej wartości nominalnej 170,1 mln PLN podwyższonego kapitału zakładowego Comarch Management (w 100% zależnego od Comarch S.A.), w zamian aport w postaci wszystkich posiadanych akcji Interia.pl. Jednocześnie Comarch Management podpisał umowę przyrzeczenia sprzedaży wszystkich posiadanych akcji Interia.pl w wezwaniu do sprzedaży akcji INT organizowanym przez Bauer Media Invest.

Przy łącznej cenie sprzedaży akcji INT na rzecz Bauer Media Invest, w wysokości 199,4 mln PLN oraz łącznej wartości księgowej akcji INT w bilansie Comarch S.A., równej 11,26 mln PLN, zysk netto z transakcji sprzedaży akcji INT wyniesie 152,39 mln PLN (względem łącznej wartości pakietu akcji INT w wysokości 133,3 mln PLN, liczonej według ceny 52,5 PLN za jedną akcję INT, ujętej w naszej poprzedniej rekomendacji). W efekcie ujęcia zysku netto ze sprzedaży akcji INT oraz niższej stopy wolnej od ryzyka (5,79%, względem 5,85% w raporcie z listopada) w wycenie akcji Comarchu, podwyższamy naszą cenę docelową dla akcji Comarch do 178,7 PLN.

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Przychody	444,0	491,6	610,7	777,8	895,1
EBITDA	36,8	58,2	64,6	88,9	109,8
marża EBITDA	8,3%	11,8%	10,6%	11,4%	12,3%
EBIT	27,4	45,6	46,5	70,3	86,5
Zysk netto	28,1	52,8	41,3	62,6	77,9
Cash earnings	37,5	65,4	59,4	81,2	101,1
P/E	46,3	26,6	36,0	23,8	19,1
P/CE	34,7	21,5	25,1	18,3	14,7
P/BV	8,1	5,5	5,0	4,1	3,4
EV/EBITDA	35,0	24,3	23,9	17,4	13,7

* z wyłączeniem wyników Interia.pl w okresie 2007-2009, EBIT za 2007 nie uwzględnia zysku ze sprzedaży akcji Interia.pl

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:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Handel, surowce, inne

Piotr Janik tel. (+48 22) 697 47 40
piotr.janik@dibre.com.pl
IT, inne

Kacper Żak tel. (+48 22) 697 47 41
kacper.zak@dibre.com.pl
Deweloperzy, inne

Samer Masri tel. (+48 22) 697 47 36
samer.masri@dibre.com.pl
Budownictwo

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Wicedyrektor
grzegorz.domagala@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

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 Comarchu

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2007-11-07	2007-11-26
kurs z dnia rekomendacji	159.80	137.50
WIG w dniu rekomendacji	61527.41	56094.38