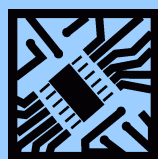


15 lutego 2010

Raport analityczny


**IT**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>102,9 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>93,1 PLN</b>
Kapitalizacja	819 mln PLN
Free float	184,5 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,46 mln PLN

# Comarch

COMH.WA; CMR.PW

## Redukuj

(Nowa)

### Dobre perspektywy już wycenione

Po słabym 2009 roku rok bieżący powinien stać pod znakiem znaczącej poprawy wyników Grupy Comarch płynących przede wszystkim z działań restrukturyzacyjnych przeprowadzonych w niemieckim SoftM oraz poprawy wyników spółek celowych. Dużych szans dla spółki upatrujemy w starcie budowy elektronicznej administracji w Polsce, na udział w której Comarch ma bardzo duże szanse. Niemniej uważamy, że obecna wycena rynkowa w pełni odzwierciedla potencjał do poprawy wyników w tym roku. Uwzględnione w cenach jest też według nas znaczne przyszłe zaangażowanie w Plan Informatyzacji Państwa. Wskaźnik EV/EBITDA (11,2) i P/E (20,9) na bieżący rok implikują odpowiednio 46,7% i 54,9% premii do polskich i zagranicznych spółek porównawczych. Uwzględniając udział w informatyzacji kraju w naszych prognozach na 2011 rok premia ta maleje do odpowiednio 16,3% oraz 42,8%. Według nas nie ma podstaw, by już teraz dyskontować większe zaangażowanie w projekty administracyjne, które mogłyby dodatkowo zredukować poziomy premii w notowaniach. W związku z powyższym zalecamy redukcję akcji Comarchu i wyznaczamy ich cenę docelową na poziomie 93,1 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 najprawdopodobniej 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 czeka na wielkie inwestycje ze strony państwa, na które zaprzężone 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.

#### Prognozy 4Q2009

Oczekujemy, że czwarty kwartał przyniesie sezonowo najlepsze w tym roku wyniki finansowe. Niższa baza przychodowa związana z brakiem zamówień ze strony sektora publicznego, brak jednorazowego zysku na wycenie walutowych należności oraz niższy r/r konsolidowany zysk niemieckiego SoftM spowodują, że Comarch zanotuje znaczący spadek zysków w porównaniu do ubiegłego roku. Spodziewamy się 16,0 mln PLN zysku operacyjnego oraz 16,5 mln PLN zysku netto.

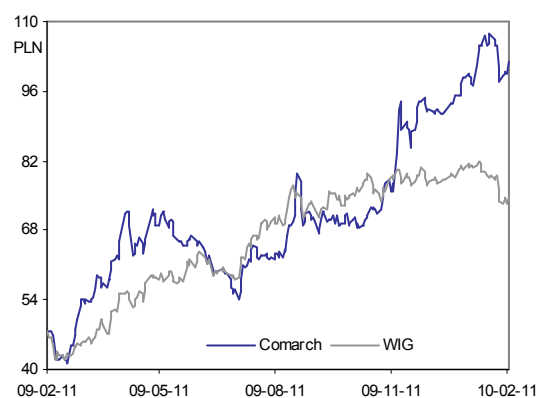
#### Rynek IT wciąż słaby

Spodziewamy się, że 2010 rok nie przyniesie przełomu jeżeli chodzi o wydatki na informatykę w większości branż gospodarki. Porównywalnych do ubiegłorocznych budżetów IT oczekujemy w sektorze przedsiębiorstw, finansowym, energetycznym i telekomunikacyjnym. Pozytywne informacje powinny pojawić się w sektorze publicznym, gdzie ruszą naszym zdaniem przetargi na budowę elektronicznej administracji, gdzie spodziewamy się rozstrzygnięcia przetargów na łączną kwotę 3,5 mld PLN, które będą wydatkowane w latach 2011-2013.

#### Niewielka poprawa backlogu

Według stanu na koniec października 2009 roku portfel kontraktów wyłączający SoftM miał wartość 215,5 mln PLN, przy 184 mln PLN w analogicznym okresie 2008 roku. Obecny backlog szacujemy na około 280 mln PLN, przy około 323 mln PLN posiadanych przez spółkę pod koniec lutego 2009 roku.

#### Kurs akcji CMR na tle WIG



(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	581,0	701,0	703,6	710,8	829,4
EBITDA	61,1	66,0	46,3	66,8	89,0
marża EBITDA	10,5%	9,4%	6,6%	9,4%	10,7%
EBIT	44,0	45,9	8,3	34,8	56,4
Zysk netto	42,8	199,1	22,2	39,2	51,1
DPS	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E	19,2	4,1	36,8	20,9	16,0
P/CE	13,7	3,7	13,6	11,5	9,8
P/BV	2,7	1,5	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	13,9	11,5	16,2	11,2	8,2

#### Piotr Grzybowski

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

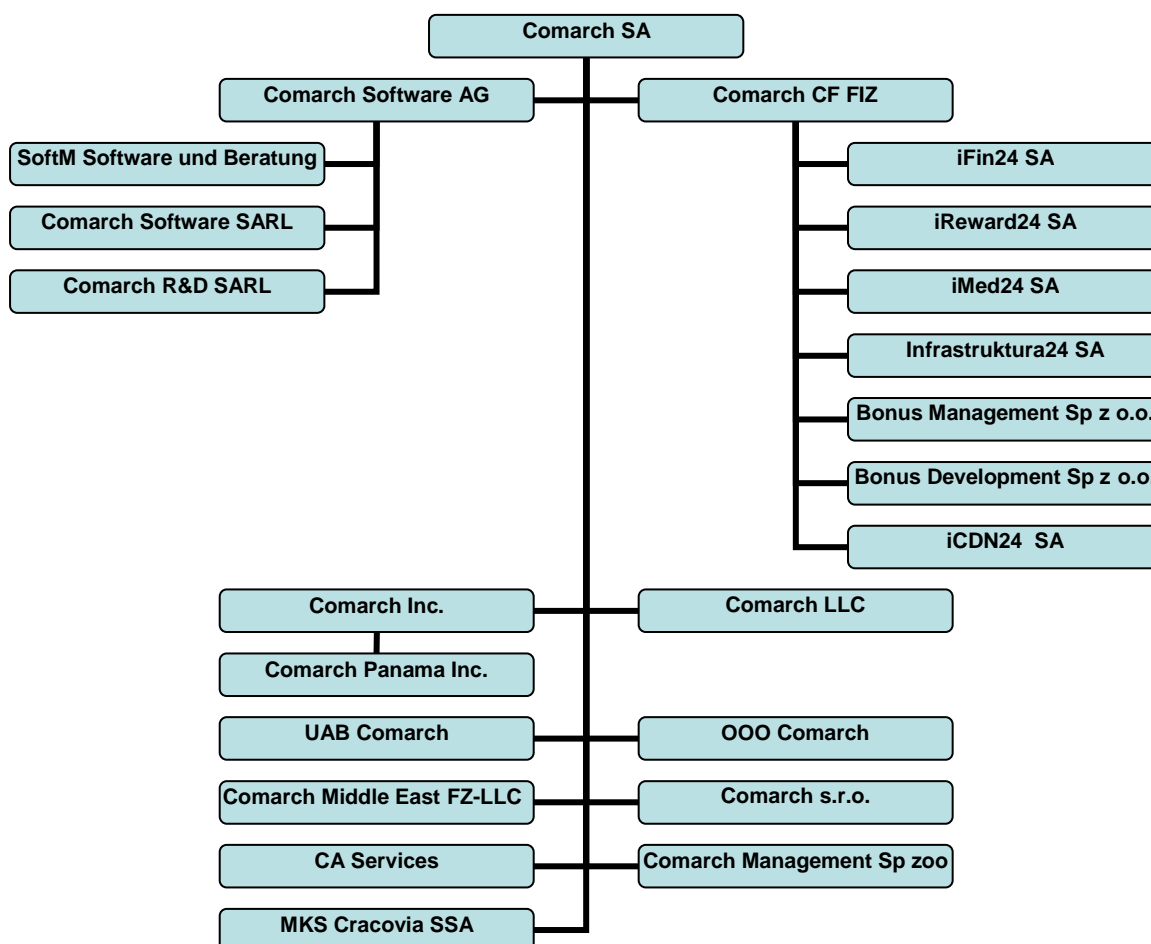
## Dobre perspektywy już wycenione

### Profil spółki

#### Struktura Grupy Kapitałowej

Większość działalności operacyjnej Grupy Kapitałowej jest skupiona w jednostce dominującej, która dysponuje ofertą produktową przeznaczoną dla podmiotów z różnych branż gospodarki, a dodatkowo prowadzi sprzedaż usług i oprogramowania na terytorium Polski. Drugim najważniejszym podmiotem w strukturze Grupy jest nabyty w listopadzie 2008 roku SoftM Software und Beratung. SoftM jest spółką notowaną na giełdzie we Frankfurcie, która dysponuje rozbudowaną ofertą dla podmiotów niemieckiego sektora MSP (około 2% udziałów w tym segmencie). W ramach swojej oferty spółka sprzedaje oprogramowanie (36,2% przychodów w 2008 roku), dostarcza usługi konsultingowe (30,9%) oraz dokonuje integracji sprzętowej (32,9%). Ostatnie lata były okresem dużego spadku skali działalności SoftM. W okresie 2006-2009 przychody spółki spadły według naszych prognoz o ponad połowę, a głównym źródłem tego spadku jest segment integracji sprzętowej. Sztandarowymi produktami SoftM są w tej chwili rozwiązanie ERP pod marką Semiramis i oraz oprogramowanie księgowo pod nazwą Sharknex. Produkty te odpowiadają za około 25% sprzedaży segmentu oprogramowania. Duże nadzieje spółka wiąże zwłaszcza z dalszym wzrostem sprzedaży Semiramis. W przypadku Sharknexa planowane jest w przyszłości zastąpienie go nowocześniejszą wersją programu księgowego, nad którym prace obecnie trwają.

#### Struktura Grupy Kapitałowej Comarch



Źródło: Comarch SA

Comarch AG jest wehikułem inwestycyjnym, przez który Comarch kontroluje SoftM oraz francuskie spółki zależne. Ponadto prowadzi on sprzedaż usług informatycznych dla segmentu telekomunikacyjnego w Niemczech, Francji i krajach Beneluksu. Comarch Software S.A.R.L. zajmuje się dostosowywaniem produktów Comarchu do potrzeb francuskiego rynku oraz ich sprzedażą na terytorium Francji.

Poza wyżej wspomnianymi Comarch posiada szereg spółek zależnych zajmujących się wsparciem sprzedaży na terytoriach poszczególnych państw takich jak Comarch Panama Inc. (region Ameryki Środkowej i Południowej), Comarch Inc (Stany Zjednoczone). Część z tych spółek poza sprzedażą zajmuje się również suportem dostarczonych systemów informatycznych np. Comarch Middle East FZ (kraje Bliskiego Wschodu), UAB Comarch (Litwa – obecnie w likwidacji), OOO Comarch (Rosja), Comarch LLC (Ukraina).

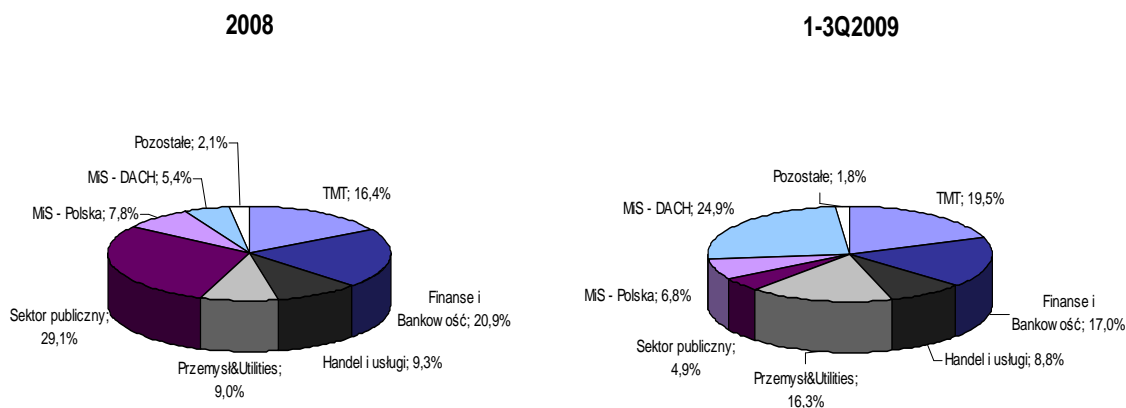
Ponadto poprzez Comarch Corporate Finance Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Comarch posiada udziały w szeregu spółek celowych zajmujących się rozwojem poszczególnych produktów. iMed24 jest spółką prowadzącą projekt z zakresu telemedycyny i zajmuje się zarządzaniem rekordami medycznymi pacjentów w formie elektronicznej. iFin24 pracuje nad wdrożeniem elektronicznej faktury, która miałaby zastąpić tradycyjną papierową fakturę. Z kolei iReward24 prowadzi działalność polegającą na wytwarzaniu i wdrażaniu oprogramowania lojalnościowego dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Infrastruktura24 oferuje usługi data center dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Zarządzaniem nieruchomościami posiadanymi przez Grupę zajmuje się Bonus Development. CA Services dokonuje hurtowych zakupów łączny telekomunikacyjnych na potrzeby Grupy. Prowadzi też outsourcing usług dla sektora bankowego. iCDN24 we współpracy z biurami księgowymi prowadzi outsourcing usług księgowych oparty na rozwiązaniach księgowych Comarchu. Bonus Development Sp. z o.o. SKA prowadzi projekt inwestycyjny w Łodzi związany z rozbudową centrum biurowo-produkcyjnego na potrzeby Grupy Comarch.

W ramach Grupy Kapitałowej znajduje się dodatkowo pierwszoligowy klub piłkarski MKS Cracovia, który konsolidowany jest metodą pełną.

### Struktura segmentowa sprzedaży Grupy

Podstawowymi segmentami działalności Comarchu są: Telekomunikacja, Media, IT (16,4% całkowitych przychodów w 2008 roku) oraz sektor bankowo-finansowy (20,9%). W przypadku tego pierwszego około 1/3 przychodów pochodzi z Polski. Blisko 2/3 sprzedaży segmentu to zagraniczni operatorzy komórkowi. Klientom segmentu dostarczane są systemy OSS oraz systemy bilingowe. Z kolei segment bankowo-finansowy skupiony jest niemal w całości na terytorium Polski, a oferta dla tego sektora koncentruje się głównie wokół systemów zarządzania relacjami z klientami, systemów transakcyjnych oraz systemów do zarządzania produktami. Brakuje natomiast w ofercie centralnych systemów księgowych.

### Struktura segmentowa sprzedaży w Grupie Comarch

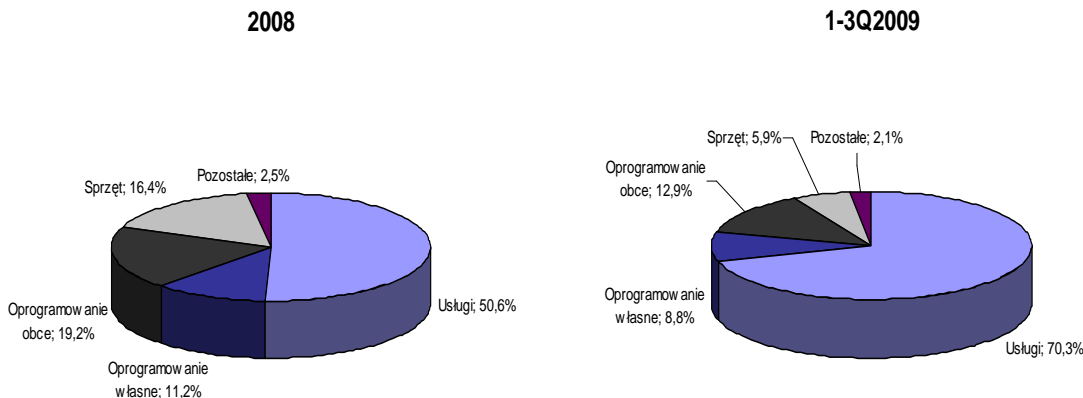


Źródło: Comarch

Dość istotną pozycję w strukturze sprzedaży zajmuje również sektor publiczny, aczkolwiek charakteryzuje się on bardzo dużą zmiennością generowanych obrotów. Przyczyną jest znaczny udział kontraktów realizowanych dla MEN. Przykładowo w 2008 roku ponad 70% z rekordowych 203,7 mln PLN przychodów tego segmentu pochodziło właśnie z tego źródła, podczas gdy w tym roku wobec braku dużych przetargów w tym segmencie wartość obrotów sektora spadnie według naszych prognoz do około 45 mln PLN. Zwracamy uwagę, że kontrakty te oparte są przede wszystkim na dostawę sprzętu oraz oprogramowanie obce i z tego względu marża na tego typu kontraktach jest mniejsza niż standardowa marża generowana przez Comarch, przez co wpływ przetargów dla Ministerstwa Edukacji ma znacznie mniejszy wpływ na zyski spółki niż na jej przychody.

W ramach sektora przemysłu i jednostek użyteczności publicznej spółka współpracuje przede wszystkim z polskimi i zagranicznymi podmiotami z rynku paliwowego (Lotos, BP), dla których dostarcza systemy lojalnościowe oraz usługi przechowywania danych. W 2009 roku spółka realizowała też duży kontrakt dla PGNiG, w ramach którego dostarczyła licencje i oprogramowanie na produkty Microsoftu.

### Sprzedaż Grupy Comarch w podziale na segmenty produktowe

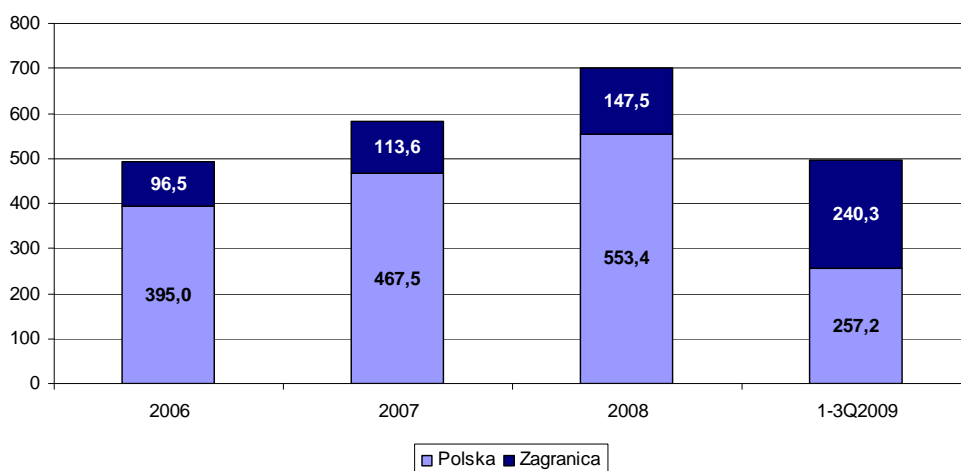


Źródło: Comarch

W segmencie handlu i usług głównymi klientami Grupy są duże sieci dyskontowe, którym Comarch dostarcza oprogramowanie lojalnościowe oraz systemy do zarządzania obiegiem dokumentów. W 2008 roku segment ten przyniósł około 9,3% przychodów spółki. Comarch wiąże z nim jednak spore plany na przyszłość. W samym 2010 roku ma zamiar wydać na rozwój oferty tego segmentu 40 mln PLN, które mają pójść m.in. na wybudowanie centrów przetwarzania danych na terenie Niemiec i Francji. Bardziej prawdopodobny w tym roku jest przy tym start rozszerzonej oferty w Niemczech. Centrum we Francji może być gotowe dopiero w 2011 roku.

Segment małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce zapewniał historycznie poniżej 10% przychodów Grupy. Jest on głównym odbiorcą oprogramowania do zarządzania przedsiębiorstwem wytwarzanego przez Grupę. Jako oddzielny sektor MSP dla rynku krajów DACH jest traktowana sprzedaż SoftM. Jego udział w przychodach za pierwsze trzy kwartały 2009 roku wyniósł 24,9% i według planów zarządu ma rosnąć w kolejnych latach.

### Przychody Grupy Comarch w podziale na segmenty geograficzne (w mln PLN)



Źródło: Comarch

### Struktura geograficzna sprzedaży

Obecnie większość przychodów wciąż generowana jest na rynku polskim, z którego po pierwszych trzech kwartałach 2009 roku pochodziło 51,7% sprzedaży spółki. Po przejęciu SoftM Software und Beratung znacząco wzrosło jednak znaczenie rynku krajów DACH, z których pochodzi obecnie około 32,8% przychodów spółki. Pozostałe kraje europejskie zapewniają około 13,2% obrotów Grupy, przy czym najważniejszym rynkiem europejskim spoza DACH jest Francja, która generuje około 4% przychodów. Obie Ameryki odpowiadają za około 1,5% sprzedaży spółki. Intencją zarządu Comarchu jest by w bieżącym roku ponad połowa obrotów była generowana przez działalność zagraniczną (większość ma pochodzić z wzmocnionej aktywności na terenie Niemiec i Francji), a w kolejnych latach powinna zacząć zaznaczać się przewaga rynków zagranicznych nad rynkiem polskim.

## Perspektywy na przyszłość

### Prognozy 4Q2009

Oczekujemy znacznego, 35,4% spadku przychodów Grupy spowodowanego przede wszystkim bazą odniesienia zawyżoną przez duży wart ponad 98 mln PLN kontrakt dla Ministerstwa Edukacji Narodowej. Z drugiej strony in plus na poziom sprzedaży powinna działać pełna konsolidacja SoftM, który w ubiegłym roku konsolidowany był za ledwie przez połowę kwartału. Pozytywny wpływ pełnej konsolidacji na poziom przychodów Grupy powinien utrzymać się mimo oczekiwanego przez nas spadku przychodów SoftM do 11,0 mln EUR. Na poziomie marży brutto spodziewamy się sezonowo najlepszego w tym roku wyniku. Prognozowane przez nas 22,5% pozostaje jednak gorszym wynikiem od ubiegłorocznego osiągnięcia, na co wpływ ma baza odniesienia zawyżona przez około 6 mln PLN zysku z wyceny bilansowej sald należności. Dodatkowo w zeszłym roku SoftM przyniósł za okres konsolidacji 2,2 mln PLN zysku operacyjnego. Spodziewamy się, że w 4Q2009 niemiecka spółka po raz pierwszy pokaże zysk operacyjny jednak wyniesie on według naszych szacunków około 1,1 mln PLN, a zatem połowę zeszłorocznego konsolidowanego przez Comarch wyniku (w całym 4Q2008 SoftM poniósł 3,2 mln EUR straty).

Przeprowadzone w tym roku w ramach Grupy cięcia kosztów a także niższa baza przychodowa spowodują naszym zdaniem spadek kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu z 33,1 mln PLN do 29,3 mln PLN. W odróżnieniu od ubiegłego roku nie oczekujemy również dużych rezerw, które obciążą zeszłoroczny wynik operacyjny kwotą około 5 mln PLN. W ogólnym rozrachunku jednak Comarch zanotuje dość istotny spadek zysku operacyjnego, który obniży się z 33,5 mln PLN do 16,0 mln PLN.

### Prognozy wyników finansowych 4Q2009 w Grupie Comarch

(w mln PLN)	IVQ2009P	IVQ2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	202,3	313,2	-35,4%	703,6	701,0	0,4%
EBITDA	23,0	41,4	-44,4%	46,3	66,0	-29,8%
marża	11,38%	13,21%	-	6,58%	9,41%	-
EBIT	16,0	33,5	-52,2%	8,3	45,9	-81,9%
zysk brutto	17,3	36,3	-52,3%	12,8	244,5	-94,8%
zysk netto	17,6	37,0	-52,4%	22,2	199,1	-88,8%

Źródło: Comarch, szacunki DI BRE Banku SA

### Rynek IT w Polsce w 2010 roku

Bieżący rok nie przyniesie naszym zdaniem przełomu na rynku IT. Sektor przedsiębiorstw i instytucji finansowych najprawdopodobniej nadal ostrożnie podchodzić będzie do inwestycji informatycznych i zwiększenie swoich budżetów IT najprawdopodobniej podmioty te rozważą w 2011 roku. Również energetyka fazę wzmoczonych inwestycji w odnowienie zaplecza informatycznego rozpocznie najwcześniej dopiero w 2011 roku. W segmencie publicznym spodziewamy się selektywnego podejścia do wydatków na IT. Wobec restrykcyjnego podejścia do deficytu budżetowego najprawdopodobniej wciąż mocno ograniczane będą najłatwiejsze do odroczenia i finansowane w większości przypadków w całości przez budżet wydatki sprzętowe. Pozytywne informacje powinny nadejść natomiast z sektora publicznego w kontekście budowy elektronicznej administracji. Oczekujemy, że w 2010 roku dojdzie do rozpisania i rozstrzygnięcia większości przetargów na projekty znajdujące się na podstawowej liście projektów wchodzących w skład VII osi PO IG oraz tych, które znajdują się obecnie pod nadzorem CPI MSWiA. Łączna wartość przetargów rozstrzygniętych w 2010 roku przekroczy naszym zdaniem 3,5 mld PLN. Sam realizacja przetargów w niewielkim stopniu rozciągnie się na bieżący rok. Resort administracji przewiduje wydanie w tym roku na tworzenie elektronicznej administracji kwoty 408 mln PLN, jednak według nas jest to zbyt ambitne

założenie i sukcesem będzie wydatkowanie w 2010 roku połowy tej kwoty, a realizacja projektów przypadnie na lata 2011-2013.

### Projekty z podpisaną umową w ramach 7 osi priorytetowej PO IG

L.p.	Tytuł projektu	Nazwa wnioskodawcy	Data podpisania umowy	Całkowita wartość projektu (PLN)
1	„Platforma Lokalizacyjno-Informacyjna z Centralną Bazą Danych (PLI CBD)”	Urząd Komunikacji Elektronicznej	09.03.2009	11 164 172
2	„Platforma udostępniania on-line przedsiębiorcom usług i zasobów cyfrowych rejestrów medycznych”	Centrum Systemów Informacyjnych Ochrony Zdrowia	22.06.2009	43 148 550
3	„Elektroniczna Platforma Gromadzenia, Analizowania i Udostępniania Zasobów Cyfrowych o Zdarzeniach Medycznych”	Centrum Systemów Informacyjnych Ochrony Zdrowia	22.06.2009	575 314 000
4	„Konsolidacja i centralizacja systemów celnych i podatkowych”	Ministerstwo Finansów	25.06.2009	141 950 000
5	„Rozwój systemu informatycznego ZUS wspomagającego udostępnianie e- usług”	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	26.06.2009	85 000 000
6	„System Informacyjny Statystyki Publicznej (SISP)”	Główny Urząd Statystyczny	30.06.2009	94 014 080
7	„Geoportal 2”	Główny Urząd Geodezji i Kartografii	29.07.2009	76 360 000
8	„Informatyzacja wydziałów ksiąg wieczystych”	Ministerstwo Sprawiedliwości	06.08.2009	21 620 944
9	„Budowa systemu usług elektronicznych MS, w tym uruchomienie usług dla przedsiębiorców i osób fizycznych, poprzez dostęp elektroniczny do wydziałów Krajowego Rejestru Sądowego, Krajowego Rejestru Karnego, Biura Monitora Sądowego i Gospodarczego” (I z III etapów projektu)	Ministerstwo Sprawiedliwości	31.08.2009	2 761 667 (dotyczy I etapu projektu)
10	„Platforma Usług Elektronicznych dla klientów ZUS (PUE)”	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	22.09.2009	86 290 000
11	„Centralna Ewidencja i Informacja o Działalności Gospodarczej”	Ministerstwo Gospodarki	25.09.2009	24 437 301
12	Georeferencyjna Baza Danych Obiektów Topograficznych (GBDOT) wraz z krajowym systemem zarządzania	Główny Urząd Geodezji i Kartografii	25.09.2009	144 500 000
13	TERYT2 - Państwowy rejestr granic i powierzchni jednostek podziałów terytorialnych kraju	Główny Urząd Geodezji i Kartografii	25.09.2009	38 250 000
14	Infrastruktura e-Usług Resortu Finansów	Ministerstwo Finansów	25.09.2009	178 500 000
15	Emp@tia-Platforma komunikacyjna obszaru zabezpieczenia społecznego	Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej	25.09.2009	52 309 000
16	System informacyjny o Infrastrukturze Szerokopasmowej i portal Polska Szerokopasmowa	Instytut Łączności	25.09.2009	13 599 973
17	Program e-Cło	Ministerstwo Finansów	26.11.2009	101 220 000

Źródło: MRR

### Potencjał płynący z informatyzacji państwa

Łączna wartość projektów znajdujących się na liście podstawowej siódmej osi priorytetowej PO IG wynosi około 5,2 mld PLN, które mają zostać rozdysponowane do 2013 roku. Naszym zdaniem do 5% tej kwoty może przypaść na konsulting informatyczny. Pozostała część tego budżetu rozdysponowana zostanie w przetargach wśród dużych spółek informatycznych. Naszym zdaniem z podmiotów zagranicznych duże szanse na zdobycie części kontraktów mają Accenture, HP i IBM. Wśród polskich podmiotów duże szanse na zaistnienie w przetargach na realizację projektów mają takie podmioty jak Asseco Poland, Sygnity, Qumak Sekom, ATM czy właśnie Comarch.

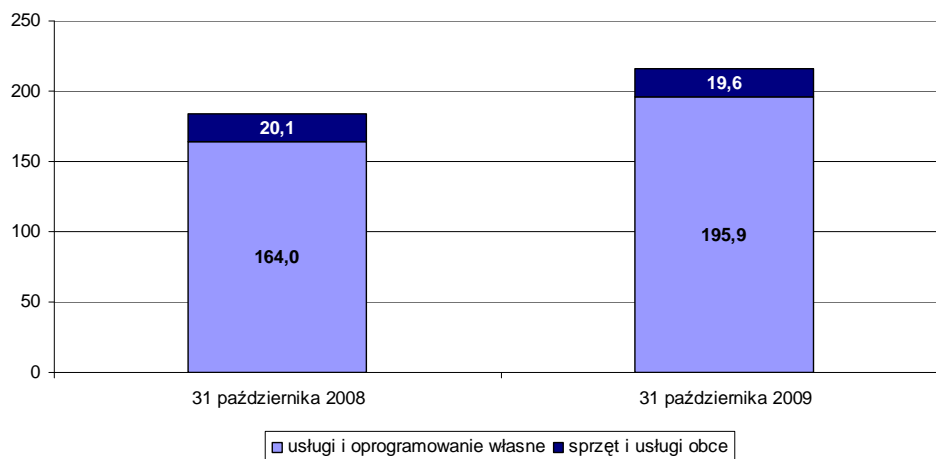
Duże szanse Comarchu na udział w informatyzacji państwa mogą być naszym zdaniem czynnikiem częściowo wpływającym na wysokie wskaźniki po jakich obecnie notowana jest spółka. W naszych prognozach częściowo włączamy scenariusz wzrostu przychodów Grupy związany z realizacją kontraktów na budowę elektronicznej administracji. W realizowanej przez Grupę sprzedaży w okresie 2011-2013 uwzględniamy 80 mln PLN przychodów rocznie z tego tytułu, co łącznie stanowi około 4,5% przewidywanego budżetu projektów.

### Portfel kontraktów na 2010 rok

Według stanu na koniec października 2009 roku portfel zamówień na rok 2010 wynosił około 215,5 mln PLN, przy czym około 195,9 mln PLN z tej kwoty stanowiły kontrakty na usługi i software własny, a 19,6 mln PLN zamówienia na sprzęt i oprogramowanie obce. W

analogicznym momencie 2008 roku wartość portfela kontraktów na 2009 rok wynosiła 184 mln PLN, przy czym wartość zamówień na usługi i oprogramowanie własne wynosiła około 164 mln PLN. Szacujemy, że obecnie jego wartość wzrosła do około 280 mln PLN. Daje to po wyłączeniu spodziewanych przez nas przychodów pochodzących z Grupy SoftM około 48% pokrycia prognozowanych przez nas na bieżący rok przychodów.

### Portfel zamówień Comarchu (bez SoftM) na następny rok na 31 października



Źródło: Comarch

### Restrukturyzacja SoftM, czyli główne źródło poprawy wyników

Po bardzo nieudanym 2009 roku, w którym niemiecka spółka zależna zanotowała według naszych szacunków 7,0 mln EUR straty operacyjnej, bieżący rok ma przynieść znaczącą poprawę sytuacji finansowej w SoftM. Spółka zredukowała zatrudnienie w porównaniu do stanu z początku roku o około 40 etatów oraz wprowadziła system wynagradzania w większym stopniu oparty o wyniki sprzedażowe. Zdaniem Comarchu niemiecką spółkę zależną stać na wyjście w 2010 roku na rentowność operacyjną. Niższym kosztem osobowym będzie bowiem towarzyszył brak odpisów, które obniżyły EBIT 2009 roku o 3,2 mln EUR. Jednocześnie stopniowo ma być wygaszana w SoftM linia biznesowa integracji sprzętowej, która w 2008 roku przyniosła 18,6 mln EUR przychodów, a w 2009 roku według naszych szacunków wygeneruje obrót na poziomie 8,0 mln EUR.

Naszym zdaniem cel w postaci osiągnięcia rentowności operacyjnej już w tym roku może okazać się zbyt trudny do osiągnięcia przez niemiecką spółkę. Zarząd nie planuje dalszych redukcji zatrudnienia w SoftM, co oznacza, że średni stan zatrudnienia spadnie zaledwie 5%. Według nas nie pozwoli to na większe oszczędności na kosztach osobowych niż 2 mln EUR. Pewnych oszczędności oczekujemy na pozostałych kosztach operacyjnych i braku odpisu aktywów, który obniży amortyzację. W ogólnym rozrachunku oczekujemy jednak, że strata operacyjna SoftM w 2010 roku sięgnie 1,5 mln EUR.

### Spółki celowe nadal na minusie

Po trzech kwartałach 2009 roku spółki celowe Comarchu miały 6,5 mln PLN straty operacyjnej, a ich strata w skali całego roku przekroczy naszym zdaniem 8 mln PLN. Ambicją zarządu w bieżącym roku jest zredukowanie strat ponoszonych przez te podmioty o połowę. Według nas zadanie to jest dość ambitne, aczkolwiek realne do wykonania. W naszych założeniach zakładamy realizację zapowiedzi zarządu i zredukowanie straty spółek zależnych do 4 mln PLN.

### Dalszy rozwój marketingu sportowego

Bieżący rok będzie najprawdopodobniej okresem znacznego wzrostu wydatków na marketing sportowy. Wydatki na klub piłkarski Cracovia wzrosną z około 7 do około 8 mln PLN. Dodatkowo Comarch zaangażował się w sponsorowanie niemieckiego klubu piłkarskiego TSV 1860 Monachium. Obecna umowa sponsorska przewiduje wydanie na utrzymanie drużyny kwoty 0,5 mln EUR w okresie pierwszego półrocza. Począwszy od kolejnego sezonu ligowego (drugie półrocze), Comarch ma zostać sponsorem tytularnym i najprawdopodobniej kwota wsparcia dla klubu dodatkowo wzrośnie. Zakładamy, że od 2011 roku rocznie spółka będzie przeznaczać na sponsoring niemieckiego klubu kwotę 2 mln EUR (w 2010 roku 1,5 mln EUR), co razem ze wzrostem budżetu Cracovii oznaczać będzie wzrost wydatków na sponsoring o około 9 mln PLN w porównaniu do 2009 roku.



### **Plany inwestycyjne**

Tegoroczne plany inwestycyjne zakładają dalszy rozwój infrastruktury Grupy. Około 17 mln PLN ma w tym roku pochłonąć budowa nowego budynku w krakowskiej strefie ekonomicznej. Około 5 mln PLN będzie w tym roku kosztowała rozbudowa łódzkiego oddziału. Po 8 mln PLN ma kosztować budowa serwerowni do data center w Niemczech i Francji. Prócz tego nakłady odtworzeniowe dla aktywów trwałych sięgną naszym zdaniem około 20 mln PLN, co da łączną kwotę tegorocznych inwestycji na poziomie około 58 mln PLN.

### **Działalność w specjalnej strefie ekonomicznej**

W związku z działalnością w krakowskiej specjalnej strefie ekonomicznej oraz późniejszą zmianą uregulowań prawnych związanych z wstąpieniem Polski do Unii Europejskiej Comarchowi przyznano ulgę podatkową w wysokości 75% wartości nakładów inwestycyjnych poniesionych przez spółkę od uzyskania zezwolenia na działalność w strefie (22 marca 1999 roku) do 31 grudnia 2006 roku. Obecna wartość księgowa zwolnienia to około 22 mln PLN, co przekłada się na około 50 mln PLN nominalnej wartości zwolnień. Uważamy, że działalność w SSE oraz kwota ulgi podatkowej przysługująca Comarchowi z tego tytułu jest istotnym dodatkowym aktywem spółki. Dlatego też kwotę 50 mln PLN (37,2 mln PLN) zdyskontowaną przy pomocy użytej w DCF stopy procentowej włączyliśmy do wyceny spółki jako inne aktywo nieoperacyjne.

## Wycena

### Podsumowanie wyceny Comarchu

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	683,9	50%	
Wycena porównawcza	683,6	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	618,3	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	748,8	50%	
<b>Średnia</b>	<b>683,8</b>		<b>741,2</b>
na 1 akcję Comarchu			93,1

### Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Comarchu w okresie od 2009 do 2018 roku.
2. W okresie prognozy oraz po okresie objętym prognozą zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,2% (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	8,6	7,9	7,2	14,1	12,9	11,4
Cap Gemini	6,0	5,3	4,8	14,5	12,2	10,2
SAP AG	10,6	9,6	8,6	16,5	14,8	13,0
Oracle Corp	9,1	8,1	7,5	14,9	13,1	11,8
Accenture Ltd	7,6	7,1	6,8	14,9	13,3	11,8
Indra Sistemas	8,2	7,6	7,5	12,0	11,1	10,9
Tietoerator	6,7	6,1	5,3	12,9	11,1	9,0
Atos Origin SA	5,4	5,0	4,6	12,1	10,2	8,6
LOGICA Plc	7,9	7,3	6,8	10,3	9,4	8,2
IBM	7,7	7,0	6,7	11,1	10,2	9,6
Asseco Poland	7,1	6,6	6,0	12,1	11,4	10,5
Sygnity	7,0	4,9	4,1	30,7	10,7	7,4
Maksimum	10,6	9,6	8,6	30,7	14,8	13,0
Minimum	5,4	4,9	4,1	10,3	9,4	7,4
<b>Mediana</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>	<b>13,5</b>	<b>11,2</b>	<b>10,4</b>
Comarch	102,9	<b>11,2</b>	<b>8,2</b>	<b>6,8</b>	<b>20,9</b>	<b>16,0</b>
premia / dyskonto		46,7%	16,3%	0,9%	54,9%	42,8%
						28,8%



## Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>703,6</b>	<b>710,8</b>	<b>829,4</b>	<b>897,4</b>	<b>957,5</b>	<b>986,3</b>	<b>1 036,7</b>	<b>1 084,7</b>	<b>1 138,7</b>	<b>1 179,9</b>	
<i>zmiana</i>	0,4%	1,0%	16,7%	8,2%	6,7%	3,0%	5,1%	4,6%	5,0%	3,6%	
<b>EBITDA</b>	<b>46,3</b>	<b>66,8</b>	<b>89,0</b>	<b>105,1</b>	<b>114,5</b>	<b>119,4</b>	<b>125,8</b>	<b>132,0</b>	<b>139,0</b>	<b>142,9</b>	
<i>marża EBITDA</i>	6,6%	9,4%	10,7%	11,7%	12,0%	12,1%	12,1%	12,2%	12,2%	12,1%	
Amortyzacja	38,0	32,0	32,6	33,1	33,5	34,0	34,6	35,2	35,8	35,8	
<b>EBIT</b>	<b>8,3</b>	<b>34,8</b>	<b>56,4</b>	<b>72,0</b>	<b>81,0</b>	<b>85,4</b>	<b>91,2</b>	<b>96,8</b>	<b>103,2</b>	<b>107,1</b>	
<i>marża EBIT</i>	1,2%	4,9%	6,8%	8,0%	8,5%	8,7%	8,8%	8,9%	9,1%	9,1%	
Opodatkowanie EBIT	1,6	6,6	10,7	13,7	15,4	16,2	17,3	18,4	19,6	20,3	
<b>NOPLAT</b>	<b>6,7</b>	<b>28,2</b>	<b>45,7</b>	<b>58,3</b>	<b>65,6</b>	<b>69,2</b>	<b>73,9</b>	<b>78,4</b>	<b>83,6</b>	<b>86,7</b>	
CAPEX	-65,4	-57,7	-56,3	-51,6	-45,7	-43,3	-41,9	-40,3	-39,0	-35,8	
Kapitał obrotowy	-5,0	-6,1	-13,6	-9,4	-7,8	-7,0	-6,3	-7,1	-7,9	-11,4	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>-25,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>8,3</b>	<b>30,4</b>	<b>45,7</b>	<b>52,9</b>	<b>60,2</b>	<b>66,2</b>	<b>72,5</b>	<b>75,3</b>	<b>77,6</b>
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	100,0%	90,7%	81,6%	73,4%	66,0%	59,3%	53,4%	48,0%	43,2%	38,8%	
PV FCF	-25,7	-3,3	6,8	22,3	30,1	31,4	32,1	31,8	31,3	29,2	
<b>WACC</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>0,0%</b>
Koszt długu	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
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	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
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%	<b>Analiza wrażliwości</b>									
Wartość rezydualna (TV)	946,2	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	367,2										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	211,7										
Wartość firmy (EV)	578,9										
Dług netto	-78,3										
Inne aktywa nieoperacyjne	37,2										
Udziałowcy mniejszościowi	10,5										
Wartość firmy	683,9										
Liczba akcji (mln.)	8,0										
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>85,9</b>										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%										
<b>Cena docelowa</b>	<b>93,1</b>										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	12,5										
P/E('09) dla ceny docelowej	33,3										
Udział TV w EV	63%										



## Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>581,0</b>	<b>701,0</b>	<b>703,6</b>	<b>710,8</b>	<b>829,4</b>	<b>897,4</b>	<b>957,5</b>
<i>zmiana</i>	18,2%	20,6%	0,4%	1,0%	16,7%	8,2%	6,7%
TMT	122,5	114,7	138,8	145,7	157,4	171,5	181,8
Finanse i bankowość	126,6	146,7	118,8	124,8	134,8	149,6	166,0
Handel i usługi	60,7	65,4	56,3	60,2	67,4	75,5	81,6
Przemysł i utilities	83,0	63,2	103,1	72,1	75,0	79,5	85,1
Sektor publiczny	126,8	203,7	44,8	67,2	147,9	170,1	178,6
MiS - Polska	49,4	54,7	54,7	57,5	60,9	64,6	69,1
MiS - DACH	0,0	37,6	170,8	166,2	167,9	167,3	174,7
Pozostałe	12,0	14,8	16,3	17,1	18,2	19,3	20,6
<b>Koszty sprzedanych produktów</b>	<b>450,7</b>	<b>551,0</b>	<b>580,2</b>	<b>570,3</b>	<b>654,4</b>	<b>701,3</b>	<b>747,3</b>
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>130,4</b>	<b>149,9</b>	<b>123,4</b>	<b>140,6</b>	<b>175,0</b>	<b>196,1</b>	<b>210,3</b>
Koszty sprzedaży	44,4	49,2	68,2	63,4	71,0	73,8	76,3
koszty ogólnego zarządu	36,5	46,8	44,9	39,9	45,1	47,9	50,6
<b>Zysk netto na sprzedaży</b>	<b>49,5</b>	<b>53,9</b>	<b>10,3</b>	<b>37,3</b>	<b>58,9</b>	<b>74,4</b>	<b>83,4</b>
Pozostała działalność operacyjna	-5,5	-8,0	-2,0	-2,5	-2,5	-2,4	-2,4
<b>EBIT</b>	<b>44,0</b>	<b>45,9</b>	<b>8,3</b>	<b>34,8</b>	<b>56,4</b>	<b>72,0</b>	<b>81,0</b>
<i>zmiana</i>	-3,4%	4,3%	-81,9%	318,5%	62,1%	27,7%	12,5%
<i>marża EBIT</i>	7,6%	6,6%	1,2%	4,9%	6,8%	8,0%	8,5%
Wynik na działalności finansowej	-1,7	198,6	4,5	3,5	4,1	5,1	6,7
Pozostałe	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>45,5</b>	<b>244,5</b>	<b>12,8</b>	<b>38,2</b>	<b>60,5</b>	<b>77,1</b>	<b>87,7</b>
Podatek dochodowy	-3,1	-43,3	4,6	0,0	-9,1	-14,7	-16,7
Udziałowcy mniejszościowi	-0,4	2,1	-4,8	-1,0	0,3	1,1	1,9
<b>Zysk netto</b>	<b>42,8</b>	<b>199,1</b>	<b>22,2</b>	<b>39,2</b>	<b>51,1</b>	<b>61,3</b>	<b>69,1</b>
<i>zmiana</i>	-18,9%	365,6%	-88,8%	76,3%	30,3%	20,0%	12,7%
<i>marża</i>	7,4%	28,4%	3,2%	5,5%	6,2%	6,8%	7,2%
Amortyzacja	17,0	20,1	38,0	32,0	32,6	33,1	33,5
<b>EBITDA</b>	<b>61,1</b>	<b>66,0</b>	<b>46,3</b>	<b>66,8</b>	<b>89,0</b>	<b>105,1</b>	<b>114,5</b>
<i>zmiana</i>	4,7%	8,1%	-29,8%	44,2%	33,2%	18,1%	9,0%
<i>marża EBITDA</i>	10,5%	9,4%	6,6%	9,4%	10,7%	11,7%	12,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
EPS	5,4	25,0	2,8	4,9	6,4	7,7	8,7
CEPS	7,5	27,5	7,6	8,9	10,5	11,9	12,9
ROAE	15,3%	47,7%	4,1%	6,9%	8,4%	9,3%	9,8%
ROAA	8,4%	27,0%	2,4%	4,2%	5,2%	5,8%	6,1%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>558,5</b>	<b>915,2</b>	<b>913,5</b>	<b>948,2</b>	<b>1 033,9</b>	<b>1 096,9</b>	<b>1 165,7</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>242,4</b>	<b>406,3</b>	<b>433,7</b>	<b>459,5</b>	<b>484,6</b>	<b>503,9</b>	<b>516,8</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	182,6	257,1	261,2	265,1	268,7	271,4	273,3
Wartości niematerialne	35,6	98,7	122,0	143,8	163,9	179,6	190,0
Wartość firmy z konsolidacji	3,3	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3
Aktywa finansowe	0,0	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Inwestycje pozostałe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pozostałe należności	0,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	12,3	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	8,5	8,4	8,4	8,5	9,9	10,7	11,4
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>316,1</b>	<b>508,9</b>	<b>479,8</b>	<b>488,7</b>	<b>549,3</b>	<b>593,0</b>	<b>648,9</b>
Zapasy	32,8	29,6	32,7	33,7	38,7	41,5	44,2
Rozliczenia międzyokresowe	17,8	12,2	12,2	12,4	14,4	15,6	16,7
Należności handlowe	188,6	244,6	232,1	234,5	273,6	296,0	315,8
Inne należności	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Aktywa finansowe	10,6	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Środki pieniężne	66,4	219,3	199,5	205,0	219,3	236,7	269,0
<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>558,5</b>	<b>915,2</b>	<b>913,5</b>	<b>948,2</b>	<b>1 033,9</b>	<b>1 096,9</b>	<b>1 165,7</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>300,8</b>	<b>534,2</b>	<b>546,8</b>	<b>584,0</b>	<b>635,7</b>	<b>680,9</b>	<b>733,2</b>
Kapitał akcyjny	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Kapitały rezerwowe	129,2	139,7	139,7	139,7	139,7	139,7	139,7
Zyski zatrzymane	149,4	348,5	366,0	404,2	455,6	499,7	550,0
Kapitały mniejszości	14,2	38,0	33,2	32,2	32,5	33,6	35,5
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>87,2</b>	<b>158,8</b>	<b>139,8</b>	<b>140,2</b>	<b>144,5</b>	<b>144,9</b>	<b>144,4</b>
Kredyty i pożyczki	77,7	94,4	94,4	94,4	94,4	94,4	94,4
Długoterminowe zobowiązania finansowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy	9,3	64,4	45,4	45,8	50,1	50,5	50,0
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
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>170,6</b>	<b>222,3</b>	<b>226,9</b>	<b>223,9</b>	<b>253,7</b>	<b>271,1</b>	<b>288,2</b>
Kredyty i pożyczki	4,9	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8
Zobowiązania handlowe	152,9	177,2	181,8	178,7	206,8	223,6	240,3
Inne zobowiązania	3,0	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Rezerwy	2,6	6,4	6,4	6,4	7,1	7,1	7,1
Rozliczenia międzyokresowe	7,1	5,7	5,8	5,8	6,8	7,3	7,8
Dług	82,7	121,2	121,2	121,2	121,2	121,2	121,2
Dług netto	16,3	-98,1	-78,3	-83,8	-98,2	-115,5	-147,8
(Dług netto / Kapitał własny)	5,4%	-18,4%	-14,3%	-14,3%	-15,4%	-17,0%	-20,2%
(Dług netto / EBITDA)	0,3	-1,5	-1,7	-1,3	-1,1	-1,1	-1,3
BVPS	37,8	67,1	68,7	73,4	79,9	85,5	92,1



## Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>39,1</b>	<b>-102,2</b>	<b>41,1</b>	<b>59,6</b>	<b>66,6</b>	<b>82,2</b>	<b>92,0</b>
Zysk brutto	42,4	201,2	17,4	38,2	51,4	62,5	71,1
Odsetki	1,7	-198,6	-4,5	-3,5	-4,1	-5,1	-6,7
Amortyzacja	17,0	20,1	38,0	32,0	32,6	33,1	33,5
Kapitał obrotowy	-20,7	37,5	-5,0	-6,1	-13,6	-9,4	-7,8
Podatek	-4,1	-3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	2,7	-159,2	-4,8	-1,0	0,3	1,1	1,9
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-50,3</b>	<b>244,9</b>	<b>-60,9</b>	<b>-54,2</b>	<b>-52,2</b>	<b>-46,5</b>	<b>-39,0</b>
CAPEX	-59,2	93,3	-65,4	-57,7	-56,3	-51,6	-45,7
Inwestycje kapitałowe	0,0	-34,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	8,9	185,8	4,5	3,5	4,1	5,1	6,7
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>16,2</b>	<b>6,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-18,4</b>	<b>-20,7</b>
Dług	28,2	28,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-18,4	-20,7
Inne	-12,4	-22,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>5,0</b>	<b>148,9</b>	<b>-19,8</b>	<b>5,4</b>	<b>14,4</b>	<b>17,3</b>	<b>32,3</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	66,4	219,3	199,5	205,0	219,3	236,7	269,0
DPS (PLN)	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	2,6
FCF	-21,8	188,7	-21,1	-2,2	10,6	30,4	45,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	10,2%	-13,3%	6,5%	6,0%	5,6%	5,2%	4,8%

## Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	19,2	4,1	36,8	20,9	16,0	13,4	11,9
P/CE	13,7	3,7	13,6	11,5	9,8	8,7	8,0
P/BV	2,7	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
P/S	1,4	1,2	1,2	1,2	1,0	0,9	0,9
FCF/EV	-2,6%	24,9%	-2,8%	-0,3%	1,4%	4,3%	6,7%
EV/EBITDA	13,9	11,5	16,2	11,2	8,2	6,8	6,0
EV/EBIT	19,3	16,5	90,4	21,4	13,0	9,9	8,4
EV/S	1,5	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
DYield	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	2,5%

## Cena (PLN)

Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
MC (mln PLN)	819,1	819,1	819,1	819,1	819,1	819,1	819,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	14,2	38,0	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
EV (mln PLN)	849,7	759,0	751,3	745,8	731,5	714,2	681,9



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analicycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

#### Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 miedzy 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.

**DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Comarch S.A.**