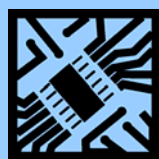


26 listopada 2007

Aktualizacja raportu

**Informatyka**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>137,5 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>174,3 PLN</b>
Kapitalizacja	1094,6 mln PLN
Free float	424,6 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,06 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

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

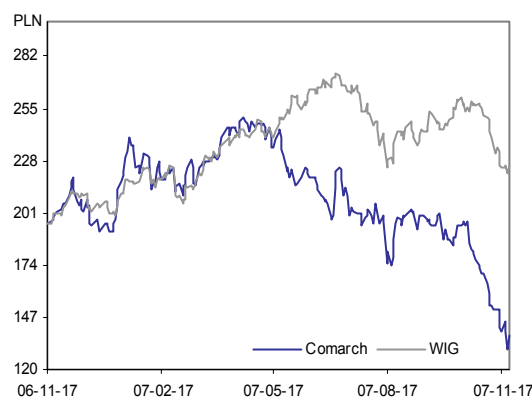
Pozostali 38,79% / 21,30%

**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 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

COMH.WA; CMR PW

**Kupuj**

(Nowa)

## Innowacyjna Gospodarka

**Uważamy, że obecna cena rynkowa akcji Comarch jest efektem bieżącej koniunktury na rynkach kapitałowych oraz braku zamówień informatycznych sektora publicznego, co również znajduje odzwierciedlenie w wynikach Spółki. Po rozstrzygnięciu wyborów parlamentarnych oraz wygranej PO, spodziewamy się znacznego przyspieszenia i usprawnienia procesu rozpisywania zamówień publicznych. Ponieważ spodziewamy się, że z racji bogatych referencji Comarch będzie jednym z głównych beneficjentów ożywienia na rynku zamówień publicznych uważamy, że dyskont, jakim została obciążona rynkowa cena akcji Comarch, nie jest uzasadnione. W horyzoncie 9 miesięcy wyznaczamy cenę docelową dla akcji CMR na 174,3 PLN. Wydajemy rekomendację kupuj.**

**Wyniki za 3Q**

W trzecim kwartale 2007 roku Spółka odnotowała 15-procentową dynamikę przychodów ze sprzedaży (r/r). Najważniejszą kategorią przychodów ze sprzedaży pozostają usługi i oprogramowanie własne (59,5%). Pozytywna dla Spółki struktura przychodów umożliwiła poprawę rentowności zysku brutto ze sprzedaży (21,5% w 3Q 2007, względem 20,9% przed rokiem). Zysk operacyjny wyniósł 9,8 mln PLN przy marży operacyjnej 7,0%. Plan finansowy Zarządu Comarch zakłada realizację całorocznej rentowności operacyjnej, która zawiera się w przedziale 7-8%. Po trzech kwartałach rentowność EBIT Spółki wynosi 7,0%.

Spodziewamy się również, że czwarty kwartał, tradycyjnie dobry dla sektora IT, pozwoli Spółce poprawić rentowność EBIT do 7,6% (w skali całego 2007 roku), a Spółka zamknie rok z zyskiem operacyjnym równym 46,5 mln PLN.

**Zamówienia publiczne**

Oczekujemy ożywienia w sektorze zamówień publicznych już od początku 2008 roku. Dotychczas głównymi przeszkodami w ogłaszaniu zamówień publicznych o znacznych wartościach były brak finansowania projektów realizujących podstawowe punkty Planu Informatyzacji Państwa oraz atmosfera przedterminowych wyborów parlamentarnych. Komisja Europejska zaakceptowała program *Innowacyjna Gospodarka*, co oznacza, że Polska dostała ponad 1mld EUR dotacji na same projekty informatyczne związane z sektorem administracji publicznej. W okresie kampanii wyborczej zamówienia publiczne były spychane na drugi plan. Ostateczne rozstrzygnięcie wyborów parlamentarnych oraz przyznanie Polsce dotacji z UE powinno pozytywnie wpłynąć na tempo rozpisywania od dawna oczekiwanych zamówień publicznych.

(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	34,1	19,6	26,5	17,5	14,1
P/CE	25,5	15,8	18,4	13,5	10,8
P/BV	5,9	4,0	3,7	3,0	2,5
EV/EBITDA	25,6	17,9	17,8	13,0	10,1

\* z wyłączeniem wyników Interia.pl w okresie 2007-2009

## Co z zamówieniami publicznymi?

Zamówienia współfinansowane przez Unię Europejską oraz aktywność sektora administracji publicznej rozumiana nie, jako chęć rozpisywania przetargów związanych z informatyzacją, a faktyczne możliwości i samo rozpisywanie przetargów, to tematy, które były podgrzewane przez ostatni rok. Informatyzacja Państwa, przetargi o łącznej wartości początkowo przekraczającej 2 mld PLN (łącznie ponad 3 mld PLN) miały być nadzieją na poprawę wyników spółek IT, których wyniki finansowe są w znacznym stopniu uzależnione od zamówień publicznych.

Uważamy, że od dawna oczekiwane zamówienia publiczne w końcu zaczną być ogłaszane. Większość projektów informatycznych, w tym związane z Planem Informatyzacji Państwa, mają być w znacznym stopniu współfinansowane ze środków strukturalnych Unii Europejskiej. Faktem przemawiającym za przyspieszeniem ruchu w zamówieniach publicznych jest akceptacja programu Innowacyjna Gospodarka przez Komisję Europejską. Oznacza to, że Unia Europejska przyznała Polsce do 9,7 mld EUR dotacji na wydatki związane z unowocześnianiem gospodarki. W dotacji przeznaczono około 1 mld EUR na projekty informatyczne. Wynika z tego, że jeśli jedną z przyczyn zastoju na rynku zamówień publicznych był brak możliwości ich finansowania, to jeden z problemów uniemożliwiających rozpisywanie przetargów publicznych został rozwiązany. Środki na informatyzację są.

Innym problemem, który prawdopodobnie również leżał u podstaw zastoju na rynku zamówień publicznych było widmo przedterminowych wyborów parlamentarnych. W atmosferze walki wyborczej, która trwała przeszło pół roku, ogłaszanie przetargów publicznych o znacznej wartości łączyło się z braniem odpowiedzialności za jakość postępowania przetargowego oraz samych rozwiązań, które mogły być przyjęte do realizacji. Wynika z tego, że czynnik ryzyka politycznego mógł być jednym z powodów zastoju na rynku zamówień publicznych.

Przyznanie finansowania z Unii, czyli fizyczna możliwość realizacji zamówień publicznych oraz ostateczne rozstrzygnięcie wyborów parlamentarnych powinny umożliwić realizację wielu przetargów, które były przekładane od ponad roku. Pojawia się dodatkowy czynnik, który może oddziaływać na korzyść spółek informatycznych dostarczających rozwiązania dla klientów z sektora administracji publicznej – presja na nowy rząd na skuteczne wydawanie środków pochodzących z Unii Europejskiej. Poniżej przedstawiamy przetargi, które zgodnie z Planem Informatyzacji Państwa miały być częściowo ogłoszone już w 2007 roku.

### Plan Informatyzacji Państwa – projekty dotychczas nie uruchomione i przewidziane do realizacji po 2007 roku

Nazwa projektu	Resort odpowiedzialny	Szacunkowy koszt projektu	Źródło finansowania	Okres realizacji
<b>PRZETARGI, KTÓRE MIAŁY BYĆ OGŁOSZONE W 2007 ROKU</b>				
Realizacja centralnego węzła polskiego komponentu SIS II i VIS	MSWiA	54 mln PLN	budżet państwa	ogłoszono 31 marca 2007 roku
E-deklaracje II - obsługa elektronicznych deklaracji podatkowych przedsiębiorców	Ministerstwo Finansów	100 mln PLN	15% budżet państwa, 85% Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego	2007-2009
Informatyzacja ksiąg wieczystych	Ministerstwo Sprawiedliwości	116 mln PLN	budżet państwa, EFRR, Norweski Mechanizm Finansowy	2007-2010
Zintegrowany system zarządzania zadaniowym budżetem państwa	Kancelaria Prezesa Rady Ministrów	44 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
Platforma udostępniania on-line przedsiębiorcom usług i zasobów cyfrowych rejestrów medycznych	Ministerstwo Zdrowia	66 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
Elektroniczna platforma gromadzenia, analizy i udostępniania zasobów cyfrowych o zdarzeniach medycznych	Ministerstwo Zdrowia	877 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013



Budowa platformy komunikacji MSP i osób z obszaru wsparcia społecznego	Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej	94 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
SI Syriusz - Zintegrowany system obsługi rynku pracy i zabezpieczenia społecznego	Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej	110 mln PLN	15% Fundusz Pracy, 85% EFRR	2007-2013
SPPP - System prognozowania popytu i podaży na pracę	Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej	44 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2010
Ikonka	MSWiA	2 mln PLN	budżet państwa	ogłoszono 31 lipca 2007 roku
Budowa systemu katastralnego	Główny Urząd Geodezji i Kartografii	190 mln PLN	budżet państwa, Państwowy Fundusz Gospodarki Zasobem Geodezyjnym i Kartograficznym, EFRR	2007-2010
Teryt 2 - Krajowy rejestr urzędowy podziału terytorialnego państwa	GUGiK	45 mln PLN	budżet państwa, PFGZGiK, EFRR	2007-2010
Budowa georeferencyjnej bazy danych obiektów topograficznych	GUGiK	190 mln PLN	budżet państwa, PFGZGiK, EFRR	2007-2011
System informacyjny statystyki publicznej	GUS	160 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
Konsolidacja i centralizacja systemów celnych i podatkowych	Ministerstwo Finansów	165 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
Centralna informacja o działalności gospodarczej	Ministerstwo Gospodarki	32 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2008
Prezentacja i udostępnianie zasobów archiwalnych Audio i Wideo	Ministerstwo Kultury i Dziedzictwa Narodowego	97 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2010

#### INNE PROJEKTY ZAWARTE W PLANIE INFORMATYZACJI PAŃSTWA

E-Puap 2 - Elektorniczna Platforma Usług Administracji Publicznej	MSWiA	184 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2008-2013
pl.ID - Polska ID Karta	MSWiA	400 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2008-2013
Budowa dziedzicznej platformy MS, uruchomienie usług dla przedsiębiorców na portalu dostępowo-informacyjnym	Ministerstwo Sprawiedliwości	24 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2009-2010
Portal informacyjny dla notariuszy, radców prawnych, komorników i adwokatów	Ministerstwo Sprawiedliwości	26 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2009-2011
Systemy informatyczne dla Ministerstwa Finansowego wymagane zmianami prawnymi	Ministerstwo Finansów	53 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2008-2009
E-Podatki	Ministerstwo Finansów	197 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2008-2012

Źródło: MSWiA

## Finanse

### Wyniki za trzeci kwartał 2007

Wyniki za trzeci kwartał 2007 roku są zbliżone do naszych oczekiwań oraz rynkowego konsensusu prognoz. Mimo braku zamówień ze strony sektora publicznego, dzięki intensyfikacji sprzedaży własnych rozwiązań w kraju i za granicą, Spółka odnotowała dodatnią dynamikę przychodów ze sprzedaży (+15% r/r). Najważniejszą kategorię w przychodach ze sprzedaży w dalszym ciągu stanowią usługi i oprogramowanie własne, których sprzedaż w trzech kwartałach 2007 roku wyniosła 244,4 mln PLN, co stanowi 59,9% przychodów ze sprzedaży zrealizowanych w okresie 1-3Q 2007.

Korzystna struktura przychodów ze sprzedaży w trzecim kwartale 2007 roku pozytywnie wpłynęła na osiągniętą marżę zysku brutto ze sprzedaży, która w trzecim kwartale 2007 roku wyniosła 21,5% (względem 20,9% w trzecim kwartale 2006 roku). Realizacja znacznych kontraktów sprzętowych w pierwszej połowie 2007 roku, charakteryzujących się niższą rentownością niż sprzedaż oprogramowania i usług własnych, oraz presja na wzrost wynagrodzeń pracowników negatywnie wpływają na marżę zysku brutto ze sprzedaży wypracowaną po trzech kwartałach 2007 roku (21,0% w okresie 1-3Q 2007 względem 25,4% w okresie 1-3Q 2006).

Poza niższą niż przed rokiem rentownością zysku brutto ze sprzedaży, rentowność EBIT obciążają wyższe niż przed rokiem koszty ogólnego zarządu oraz koszty sprzedaży. Rentowność EBIT wyniosła 7,0% w 3Q 2007 roku oraz 7,0% w okresie 1-3Q 2007, podczas gdy w analogicznych okresach 2006 roku rentowność EBIT wynosiła odpowiednio 7,3% w 3Q 2006 oraz 9,1% w okresie 1-3Q 2006.

Po trzech kwartałach 2007 roku zysk netto Spółki wynosi 24,7 mln PLN, względem 29,9 mln PLN po trzech kwartałach 2006 roku. Ujemna dynamika (r/r) zysku netto wynika z jednorazowego zysku ze sprzedaży akcji Interia.pl, który zwiększył zysk netto Comarchu o 7,2 mln PLN.

### Wyniki kwartalne na tle oczekiwań

(mln PLN)	IIIQ 2007	IIIQ 2006	zmiana	IIIQ 2007 DI BRE	IIIQ 2007 konsensus	I-IIIQ 2007	I-IIIQ 2006	zmiana
Przychody	140,4	122,1	15,0%	134,2	138,0	410,8	308,9	33,0%
EBITDA	14,2	12,0	18,6%	13,8	14,0	41,4	37,4	10,8%
marża	10,1%	9,8%		10,3%	10,1%	10,1%	12,1%	
EBIT	9,8	8,9	10,1%	9,7	10,1	28,9	28,1	2,8%
Zysk brutto	9,7	9,8	-1,0%	10,1	-	30,5	36,9	-17,3%
Zysk netto	6,8	6,8	0,0%	8,2	8,5	24,7	29,9	-17,4%

Źródło: Comarch, DI BRE Banku

Wyniki Comarchu są w znacznym stopniu obciążone brakiem zamówień ze strony sektora publicznego. Kilukrotne zapowiedzi dotyczące rozpisywania znacznych zamówień publicznych łączą się z koniecznością utrzymywania rezerwy w postaci zwiększonego zatrudnienia, co w przypadku braku ogłoszenia przetargów publicznych negatywnie wpływa na rentowność sprzedaży Spółki. Spodziewamy się, że czwarty kwartał, tradycyjnie dobry dla spółek informatycznych, pozwoli Comarchowi poprawić rentowność EBIT do 7,6% (w skali całego roku). Jednocześnie spodziewamy się, że zamówienia publiczne będą ogłaszane wraz z początkiem 2008 roku, co będzie widoczne w dynamice przychodów ze sprzedaży Comarchu oraz w poprawie rentowności sprzedaży.

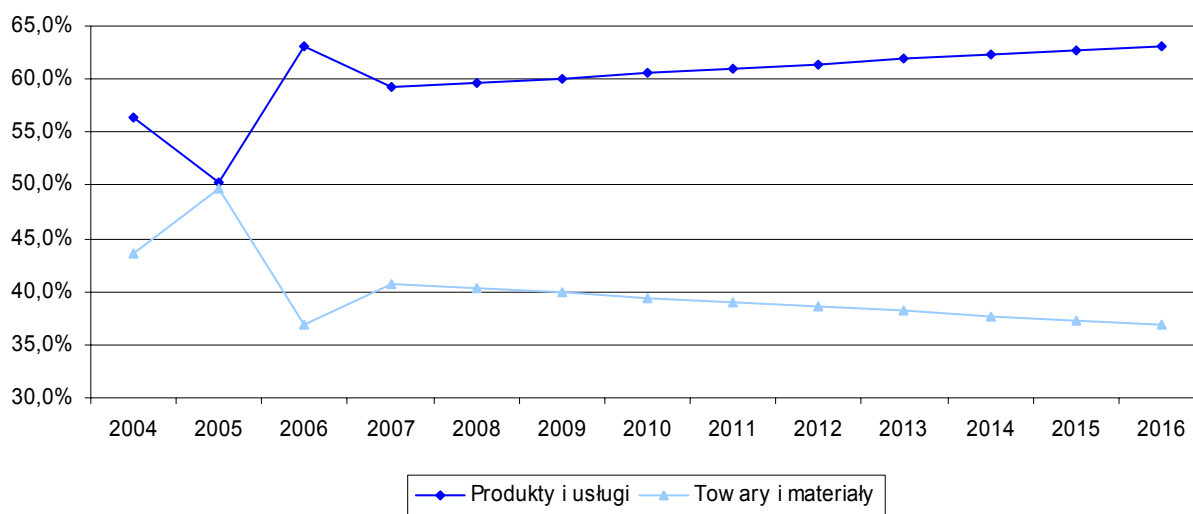
### Przychody ze sprzedaży

W naszych prognozach zakładamy, że zmiana czynników makro, jakimi są przyznanie Polsce finansowania projektów IT z funduszy strukturalnych oraz zakończenie kwestii związanej z wyborami parlamentarnymi, skutkuje faktycznym rozpoczęciem informatyzacji państwa. Zakładamy, że z racji bogatych kompetencji, własnych rozwiązań oraz ze względu na pozycję na krajowym rynku IT, Comarch będzie jednym z głównych beneficjentów rozpoczynającej się realizacji Planu Informatyzacji Państwa.

Spodziewamy się, że zgodnie z trendem obecnym na polskim rynku IT, Comarch będzie stopniowo zwiększał udział własnego oprogramowania oraz świadczonych usług w przychodach ze sprzedaży. Uważamy, że zmniejszanie udziału sprzedaży towarów i materiałów na rzecz własnych rozwiązań, charakteryzujących się wyższą rentownością sprzedaży, będzie pozytywnie oddziaływało na marżę skonsolidowanego zysku brutto ze sprzedaży Comarchu.

Poniższe wykresy przedstawiają kształtowanie się struktury przychodów ze sprzedaży oraz marży zysku brutto zarówno przed, jak i w okresie prognozy.

### Struktura przychodów ze sprzedaży



Źródło: Comarch, DI BRE Banku

### Koszty pracownicze

Świadczenia pracownicze stanowią jedną z dominujących grup kosztów operacyjnych Spółki. Po pierwszej połowie 2007 roku koszty świadczeń pracowniczych stanowiły 52,9% kosztów operacyjnych (względem 49,5% po pierwszej połowie 2006, 37,8% w całym 2006 roku oraz 30,1% w 2005 roku). Polityka kadrowa Spółki wpływa na postępujący wzrost udziału tej kategorii w ogóle kosztów operacyjnych oraz dodatkowo obciąża rentowność operacyjną. Kolejnym negatywnym czynnikiem, który stanowi obciążenie wyników Spółki jest wzrost wynagrodzeń w sektorze IT. Po pierwszym półroczu 2007 roku Comarch odnotował 15-procentowy (o 15 pkt. proc.) wzrost funduszu płac, wynikający bezpośrednio ze wzrostu wynagrodzeń oraz 21-procentowy wzrost funduszu płac, będący efektem zwiększenia zatrudnienia. Spodziewamy się, że w kolejnych latach Zarząd Spółki będzie dalej realizował przyjętą politykę kadrową, co może być niezbędne przy obsługiwaniu znacznych zamówień publicznych w kolejnych latach.

W naszym modelu zakładamy indeksację przychodów ze sprzedaży produktów i usług własnych do ilości pracowników bezpośredniej produkcji. Zakładamy, że tak wyznaczony współczynnik będzie rósł w tempie 2% rocznie. Przy niniejszym założeniu spodziewamy się, że wzrost przychodów ze sprzedaży łączy się ze wzrostem zatrudnienia, co przy założeniu ciągłego wzrostu płac (12% w 2008 roku), hamuje dynamikę wzrostu marży zysku brutto ze sprzedaży w okresie prognozy. Spodziewamy się, że średnie zatrudnienie w Grupie Comarch wyniesie w 2008 roku 3041 osób.

### **Ulga podatkowa i efektywna stopa procentowa**

Comarch jest beneficjentem programu pomocy publicznej z tytułu działalności w Krakowskiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej od marca 1999 roku. Zgodnie z przepisami prawa, maksymalna wartość pomocy publicznej dla Spółki działającej w Krakowskiej SSE nie może przekraczać 75% wartości nakładów inwestycyjnych ulokowanych przez spółkę na terenie SSE. W myśl przepisów prawa, pomoc publiczna rozumiana jest jako możliwy do zrealizowania odpis od należnego podatku dochodowego, naliczonego od dochodu zrealizowanego na terenie SSE.

Kwota, jaką spółka działająca w SSE może odpisać od podatku dochodowego (naliczonego od dochodu zrealizowanego na terenie SSE), nie może być większa niż 75% wartości nakładów inwestycyjnych ulokowanych na terenie SSE, przy czym kwotę inwestowaną w danym roku należy zdyskontować na dzień przyznania pozwolenia na działalność w SSE (w przypadku Comarch jest to 22 marca 1999 roku). Wynika z tego, że wraz z upływem czasu od wydania pozwolenia na działalność w SSE, maleł współczynnik dyskonta dla inwestycji poniesionych w kolejnych latach, czyli zmniejszał się również wpływ inwestycji na zagregowaną kwotę odpisu podatkowego (ulgi).

Stopa dyskontująca nakłady inwestycyjne (na dzień przyznania Comarchowi pozwolenia na działalność w SSE) zmieniała się w czasie. Na początku za stopę dyskonta obrano średniomiesięczną stopę WIBOR, ostatecznie stopą dyskonta jest stopa referencyjna dla RP publikowana w Dzienniku Ustaw Wspólnot Europejskich, która obecnie wynosi 5,94% (w skali rocznej).

Obecnie Comarch korzysta z jednego programu pomocowego związanego z działalnością w Krakowskiej SSE, jednak istnieje duże prawdopodobieństwo, że będzie również beneficjentem drugiego programu pomocowego. Pierwszy program dotyczy inwestycji zrealizowanych w okresie od marca 1999 do grudnia 2006. Inwestycje zrealizowane po 2006 roku nie wliczają się w pierwszy program pomocowy dla Comarch i nie są dyskontowane na marzec 1999 roku. Pozwolenie związane z drugim programem pomocowym zostało wydane Spółce w marcu 2007 roku, tak więc do ustalenia ulgi podatkowej wartość inwestycji realizowanych na terenie SSE po marcu 2007 jest dyskontowana właśnie na tę datę.

Istotną różnicą pierwszego i drugiego programu ulg podatkowych jest proporcja ustalania pomocy dla Comarchu. W przypadku pierwszego programu maksymalna wartość ulgi naliczana w trakcie roku wynosiła 75% nakładów inwestycyjnych zlokalizowanych na terenie SSE. W przypadku drugiego programu, pomoc publiczna została obniżona do 50% nakładów inwestycyjnych zlokalizowanych w SSE.

Pomoc publiczna realizowana jest w postaci odpisów z bieżącego podatku dochodowego naliczanego od dochodu zrealizowanego w SSE. Ponieważ zarówno w pierwszym, jak i w drugim programie pomocowym ulga podatkowa stanowi sumę zdyskontowanych nakładów inwestycyjnych, po zrealizowaniu odpisu podatkowego Comarch dyskontuje odpis zgodnie z wcześniej opisanymi stopami dyskonta na okres wydania zezwolenia działalności w SSE i o tę kwotę obniża skumulowaną ulgę podatkową pozostającą do wykorzystania w kolejnych okresach. W przypadku pierwszego programu pomocy publicznej dla Comarch, współczynnik dyskontujący na rok 2007 wynosi w przybliżeniu 0,44. Jeśli Spółka zrealizuje 10,0 mln PLN niezrealizowanej ulgi podatkowej w bieżącym roku, skumulowana ulga do wykorzystania w kolejnych latach zmniejszy się o  $44\% \times 10,0 \text{ mln PLN} = 4,4 \text{ mln PLN}$ . Współczynnik dyskonta będzie maleł w kolejnych latach, czyli kwota obniżająca skumulowaną ulgę do wykorzystania w kolejnych latach będzie relatywnie coraz mniejsza (przy założeniu stałego odpisu podatkowego). Na koniec pierwszego półrocza 2007 roku Comarch posiadał 30 mln PLN ulgi podatkowej, skumulowanej w ramach pierwszego programu pomocy publicznej. Jednocześnie bieżące nakłady inwestycyjne podlegają dyskontowaniu i w kwocie 40% tworzą ulgę podatkową, kumulującą się w ramach drugiego programu pomocy publicznej. Według Spółki, znaczna część dochodu stanowiącego podstawę do naliczenia podatku dochodowego jest generowana na terenie SSE (zakładamy, że jest to 60%). Wynika z tego, że efektywna stopa podatku jest znacznie niższa niż 19%. Poniższe zestawienie przedstawia możliwe wykorzystanie przez Comarch ulgi podatkowej, realizowanej w ramach pierwszego i drugiego programu pomocy publicznej z tytułu działalności w Krakowskiej SSE.

**Dochód generowany w SSE, pierwszy program pomocy publicznej**

	2007	2008	2009	2010	2011
Zysk brutto *	44 800	67 704	84 274	96 673	90 827
Zysk brutto wypracowany w SSE					
%	60%	60%	60%	60%	60%
wartościowo	26 880	40 623	50 564	58 004	54 496
Nominalna stopa podatku	19%	19%	19%	19%	19%
Nominalna wartość podatku					
wypracowana poza SSE (nie podlegająca pomniejszeniu)	3 405	5 146	6 405	7 347	6 903
wypracowana w SSE (podlegająca pomniejszeniu)	5 107	7 718	9 607	11 021	10 354
<b>Maksymalna kwota ulgi podatkowej z tyt. działalności w SSE</b>	<b>5 107</b>	<b>7 718</b>	<b>9 607</b>	<b>11 021</b>	<b>10 354</b>
<b>Wykorzystanie ulgi w bieżącym roku</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Ulga podatkowa w bieżącym roku</b>	<b>5 107</b>	<b>7 718</b>	<b>9 607</b>	<b>11 021</b>	<b>10 354</b>
<b>Pierwszy program ulgi podatkowej</b>					
Stopa dyskonta	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Współczynnik dyskonta dla kwoty pomniejszającej skumulowaną ulgę	0,44	0,42	0,39	0,37	0,35
Skumulowana ulga na początek okresu	30 008	27 761	24 555	20 789	16 710
Ulga podatkowa - zmniejszenie podatku w roku bieżącym	5 107	7 718	9 607	11 021	10 354
Możliwa dodatkowa ulga do wykorzystania w bieżącym roku	0	0	0	0	0
Zdyskontowana ulga	2 247	3 206	3 766	4 078	3 617
Skumulowana ulga do wykorzystania w kolejnych okresach	27 761	24 555	20 789	16 710	13 094

Źródło: Comarch, DI BRE Banku

\* Efektywna stopa podatkowa została obliczona od zysku brutto pomniejszonego o udział w Interia.pl.

**Drugi program pomocy publicznej, podsumowanie pierwszego i drugiego programu pomocowego**

<b>Drugi program ulgi podatkowej</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Stopa dyskonta	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Współczynnik dyskonta	0,96	0,91	0,86	0,81	0,76
CAPEX "nieodtworzeniowy" zlokalizowany w SSE *	20 000	30 000	6 018	3 193	2 300
Pomoc z tytułu działalności w SSE	50%	50%	50%	50%	50%
Wartość stanowiąca nominalną ulgę podatkową w okresie	10 000	15 000	3 009	1 596	1 150
Wartość zdyskontowana	9 619	13 620	2 579	1 291	878
Ulga z tytułu drugiego programu ulgi podatkowej					
Skumulowana wartość ulg na początek okresu	0	9 619	23 239	25 817	27 109
Zwiększenie ulgi z tytułu inwestycji w SSE w bieżącym roku	9 619	13 620	2 579	1 291	878
Skumulowana wartość ulgi nie uwzględniająca odpisu podatkowego z bieżącego okresu	9 619	23 239	25 817	27 109	27 987
Wykorzystanie odpisu z podatku dochodowego	0	0	0	0	0
Zdyskontowany odpis podatkowy	0	0	0	0	0
Skumulowana ulga na koniec okresu	9 619	23 239	25 817	27 109	27 987
<b>Podsumowanie pierwszego i drugiego programu ulgi podatkowej</b>					
Możliwa wartość odpisu					
z pierwszego programu	30 008	27 761	24 555	20 789	16 710
z drugiego programu	9 619	23 239	25 817	27 109	27 987
<b>razem</b>	<b>39 627</b>	<b>51 000</b>	<b>50 373</b>	<b>47 898</b>	<b>44 697</b>
<b>Maksymalna kwota ulgi podatkowej z tyt. działalności w SSE</b>					
Zrealizowany odpis z podatku dochodowego					
z pierwszego programu	5 107	7 718	9 607	11 021	10 354
z drugiego programu	0	0	0	0	0
<b>razem</b>	<b>5 107</b>	<b>7 718</b>	<b>9 607</b>	<b>11 021</b>	<b>10 354</b>
% wykorzystania ulgi podatkowej	100%	100%	100%	100%	100%
Podatek dochodowy płacony w bieżącym okresie					
Od zysku brutto wypracowanego poza SSE	3 405	5 146	6 405	7 347	6 903
Od zysku brutto wypracowanego w SSE	0	0	0	0	0
<b>razem</b>	<b>3 405</b>	<b>5 146</b>	<b>6 405</b>	<b>7 347</b>	<b>6 903</b>

Źródło: Comarch, Dł BRE Banku

\* Zakładamy, że od 2009 roku połowa „nieodtworzeniowych” nakładów inwestycyjnych Spółki będzie lokalizowana na terenie Krakowskiej SSE; zakładamy również, że w latach 2007 oraz 2008 znaczna część nakładów inwestycyjnych zostanie zlokalizowana na terenie SSE, co będzie wynikało z rozbudowy nowej siedziby Spółki.

**Efektywna stopa podatkowa i zysk netto skorygowany o ulgę podatkową**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Podatek pomniejszony o ulgę</b>					
Zysk brutto	44 800	67 704	84 274	96 673	90 827
Podatek płacony	3 405	5 146	6 405	7 347	6 903
<i>Efektywna stopa podatkowa</i>	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
<b>Zysk netto</b>	<b>41 395</b>	<b>62 559</b>	<b>77 869</b>	<b>89 326</b>	<b>83 925</b>
<b>Skorygowany zysk netto</b>					
<b>Zysk brutto</b>	<b>44 800</b>	<b>67 704</b>	<b>84 274</b>	<b>96 673</b>	<b>90 827</b>
Podatek dochodowy					
Od zysku brutto wypracowanego poza SSE	3 405	5 146	6 405	7 347	6 903
Zmniejszenie podatku od zysku brutto wypracowanego w SSE	5 107	7 718	9 607	11 021	10 354
<b>Podatek od zysku brutto wypracowanego w SSE nie objęty odpisem</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Razem	8 512	12 864	16 012	18 368	17 257
<i>Stopa podatku skorygowanego</i>	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Skorygowany zysk netto</b>	<b>36 288</b>	<b>54 841</b>	<b>68 262</b>	<b>78 305</b>	<b>73 570</b>

Źródło: Comarch, DI BRE Banku

\* Efektywna stopa podatkowa została obliczona od zysku brutto pomniejszonego o udział w Interia.pl.

## Wycena

W wyznaczaniu ceny docelowej akcji Comarch uwzględniamy wartość Spółki otrzymaną z wyceny metodą DCF oraz wartość rynkową pakietu Interia.pl, który jest w posiadaniu Spółki. W dalszej części przedstawiamy kształtowanie się wskaźników rynkowych Comarchu na tle innych spółek IT.

### Podsumowanie wyceny Comarch

	mln PLN	cena za 9m
Wycena metodą DCF	1 151,3	
Wartość rynkowa pakietu 2,5 mln akcji Interia.pl	133,3	
<b>Razem</b>	<b>1 284,5</b>	<b>1387,7</b>
na jedną akcję CMR		174,3

Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Założenia modelu DCF

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Comarch w okresie od 2007 do 2016 roku.
2. W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,8% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa) oraz 5,8% po okresie prognozy.
3. Zgodnie z zapowiedzią Zarządu Spółki zakładamy, że w okresie prognozy Comarch nie będzie się dzielił osiąganym zyskiem netto z akcjonariuszami.
4. Spółka osiąga korzyści podatkowe z tytułu działalności w Krakowskiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej. W modelu uwzględniliśmy efektywną stopę procentową, różną od 19% zarówno w kalkulacji FCF, jak i WACC. W okresie prognozy wykorzystanie ulgi podatkowej obniża skonsolidowaną stopę podatkową Comarch. Szczegółowe założenia dotyczące ulgi podatkowej (opisane w części raportu dotyczącej ulgi podatkowej i efektywnej stopy podatkowej) implikują efektywną stopę podatkową w okresie prognozy równą 7,6%.
5. Po 2016 roku zakładamy wzrost FCF na poziomie 4,5%. Niższa wartość FCF 2016+ niż FCF 2016 wynika z eliminacji korzyści podatkowych w okresie rezydualnym. Wyznaczając TV Spółki, FCF 2016+ wyznaczamy jako wartość FCF 2016 obliczoną z zastosowaniem 19-procentowej stopy podatkowej (oprocentowanie EBIT), powiększoną o 4,5%. Stąd niższa wartość FCF 2016+ od FCF 2016 przy zastosowaniu 4,5% wzrostu FCF po okresie prognozy.



**Model DCF**

(mln PLN)	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2016+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>610,7</b>	<b>777,8</b>	<b>895,1</b>	<b>996,5</b>	<b>1 006,0</b>	<b>1 093,9</b>	<b>1 182,8</b>	<b>1 264,9</b>	<b>1 330,1</b>	<b>1 378,0</b>	
zmiana	24,2%	27,4%	15,1%	11,3%	1,0%	8,7%	8,1%	6,9%	5,2%	3,6%	
<b>EBITDA</b>	<b>64,6</b>	<b>88,9</b>	<b>109,8</b>	<b>126,0</b>	<b>119,4</b>	<b>134,8</b>	<b>150,2</b>	<b>163,9</b>	<b>173,6</b>	<b>178,5</b>	
marża EBITDA	10,6%	11,4%	12,3%	12,6%	11,9%	12,3%	12,7%	13,0%	13,1%	13,0%	
Amortyzacja	18,1	18,7	23,2	27,7	27,9	26,7	26,3	26,5	26,9	27,1	
<b>EBIT</b>	<b>46,5</b>	<b>70,3</b>	<b>86,5</b>	<b>98,3</b>	<b>91,6</b>	<b>108,0</b>	<b>123,8</b>	<b>137,4</b>	<b>146,8</b>	<b>151,5</b>	
marża EBIT	7,6%	9,0%	9,7%	9,9%	9,1%	9,9%	10,5%	10,9%	11,0%	11,0%	
Opodatkowanie EBIT	3,5	5,3	6,6	7,5	7,0	8,2	9,4	10,4	11,2	11,5	
<b>NOPLAT</b>	<b>43,0</b>	<b>64,9</b>	<b>80,0</b>	<b>90,8</b>	<b>84,6</b>	<b>99,8</b>	<b>114,4</b>	<b>127,0</b>	<b>135,6</b>	<b>140,0</b>	
CAPEX	-58,0	-50,8	-35,2	-34,1	-32,5	-31,7	-30,2	-28,3	-27,0	-27,1	
Kapitał obrotowy	-28,8	-34,8	-23,8	-21,1	-3,2	-17,2	-17,5	-16,3	-13,1	-9,9	
<b>FCF</b>	<b>-25,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>44,2</b>	<b>63,3</b>	<b>76,8</b>	<b>77,6</b>	<b>93,1</b>	<b>108,9</b>	<b>122,4</b>	<b>130,1</b>	<b>117,9</b>
WACC	9,9%	10,0%	10,2%	10,3%	10,3%	10,4%	10,5%	10,5%	10,6%	10,6%	
współczynnik dyskonta	98,7%	89,7%	81,4%	73,8%	66,9%	60,6%	54,9%	49,6%	44,9%	40,6%	
PV FCF	-25,4	-1,8	36,0	46,7	51,4	47,0	51,1	54,1	54,9	52,8	

<b>WACC</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>
Koszt długu po podatku	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa procentowa	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	4,5%	<b>Analiza wrażliwości</b>					
Wartość rezydualna (TV)	1 948,5	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	790,9	<b>2,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,5%</b>	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	366,8	WACC - 1,0pp	141,0	156,2	177,5	209,2	261,8
Wartość firmy (EV)	1 157,7	WACC - 0,5pp	134,9	148,0	165,9	191,6	231,8
Dług netto	-8,3	WACC	129,6	141,0	156,2	177,5	209,2
Udziałowcy mniejszościowi	14,7	WACC + 0,5pp	124,9	134,9	148,0	165,9	191,6
Rynkowa wartość posiadanego pakietu akcji Interia	0,0	WACC + 1,0pp	120,7	129,6	141,0	156,2	177,5
Wartość firmy	1 151,3						
Liczba akcji (mln)	8,0						
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>144,6</b>						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%						
<b>Cena docelowa (9m)</b>	<b>156,2</b>						
EV/EBITDA('08) dla ceny docelowej	14,1						
P/E('08) dla ceny docelowej	18,4						
Udział TV w EV	68%						

Źródło: DI BRE Banku

**Premia wskaźników Comarchu przy wycenie porównawczej**

	P/E						EV/EBITDA					
	2007		2008		2009		2007		2008		2009	
	DCF	Cena bieżąca	DCF	Cena bieżąca	DCF	Cena bieżąca	DCF	Cena bieżąca	DCF	Cena bieżąca	DCF	Cena bieżąca
Mediana wskaźnika dla polskich spółek IT	20,3	18,4	16,3	15,0	15,0	13,8	14,0	12,9	10,5	9,7	9,5	8,7
Średnia wskaźnika dla polskich spółek IT	26,5	21,6	20,2	16,7	17,7	14,8	14,8	12,3	11,6	9,7	9,5	8,5
Comarch	39,1	26,5	25,8	17,5	20,8	14,1	22,0	17,8	16,0	13,0	13,0	10,1
Premia do mediany	93%	44%	59%	17%	39%	2%	57%	38%	52%	34%	37%	16%
Premia do średniej	48%	22%	28%	5%	17%	-5%	49%	45%	38%	33%	37%	19%

Źródło: DI BRE Banku

\* DCF – wskaźnik obliczony przy użyciu ceny docelowej z modelu DCF poszczególnych spółek

\*\* Cena bieżąca – wskaźnik obliczony przy użyciu bieżącej ceny rynkowej poszczególnych spółek

Zestawienie obrazuje dysproporcje, jakie wynikają z porównania wskaźników Comarchu do mediany wskaźników innych polskich spółek IT. Wskaźniki wyznaczone dla Comarchu zarówno z ceny bieżącej, jak i ceny docelowej z modelu DCF, wykazują premię do mediany wskaźników innych spółek IT wyznaczonych w analogiczny sposób. Występowanie premii do mediany wskaźników wyznaczonych przez ceny z modeli DCF pokazuje zasadność przyznania premii przy wycenie porównawczej, z zastosowaniem wskaźników rynkowych. Ponieważ premie dla Comarchu różnią się w zależności od wskaźnika (P/E, EV/EBITDA) oraz od roku, dla którego zostały wyznaczone, w kalkulacji ceny docelowej akcji Comarch nie uwzględniamy wyceny porównawczej. Poniższe zestawienia obrazują jedynie kształtowanie się wartości wskaźników Comarchu na tle innych spółek IT.

**Porównanie wskaźników rynkowych (ceny rynkowe)**

Polskie spółki IT	P/E			EV/EBITDA		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
ABG SPIN	18,4	13,8	12,6	12,9	9,7	8,7
Asseco Poland	28,9	23,5	20,9	16,3	13,4	12,0
<b>Comarch</b>	<b>26,5</b>	<b>17,5</b>	<b>14,1</b>	<b>17,8</b>	<b>13,0</b>	<b>10,1</b>
Macrologic	16,5	13,6	12,5	8,1	7,1	6,6
Prokom Software	17,9	15,0	13,8	6,3	5,6	5,3
Maksimum	28,9	23,5	20,9	17,8	13,4	12,0
Minimum	16,5	13,6	12,5	6,3	5,6	5,3
<b>Średnia</b>	<b>21,6</b>	<b>16,7</b>	<b>14,8</b>	<b>12,3</b>	<b>9,7</b>	<b>8,5</b>
<b>Mediana</b>	<b>18,4</b>	<b>15,0</b>	<b>13,8</b>	<b>12,9</b>	<b>9,7</b>	<b>8,7</b>
Zagraniczne spółki IT	P/E			EV/EBITDA		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Cap Gemini SA	14,0	10,7	9,3	5,4	4,5	4,0
EDB	9,2	9,5	9,6	4,8	4,1	4,2
Getronics	27,5	21,1	16,4	6,9	6,2	6,0
IDS Scheer	18,6	14,5	11,4	8,7	7,0	5,8
Logica CMG	24,3	13,9	12,4	7,9	6,9	6,4
Tietoanator	14,6	10,6	8,8	7,0	5,9	5,1
CA Inc.	31,3	31,3	31,3	31,3	31,3	31,3
Misys plc	17,5	16,0	15,3	12,6	11,3	10,9
Kudelski SA	9,6	7,6	6,6	5,5	4,4	3,8
Temenos Group	23,0	17,0	13,0	17,3	13,2	10,7
Cegid Group SA	14,2	12,5	11,3	6,2	5,7	6,3
GL Trade	14,0	11,6	10,7	7,8	6,8	7,2
Maksimum	31,3	31,3	31,3	31,3	31,3	31,3
Minimum	9,2	7,6	6,6	4,8	4,1	3,8
<b>Średnia</b>	<b>18,1</b>	<b>14,7</b>	<b>13,0</b>	<b>10,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>
<b>Mediana</b>	<b>16,1</b>	<b>13,2</b>	<b>11,4</b>	<b>7,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>

Źródło: DI BRE, Bloomberg

**Skonsolidowany rachunek wyników**

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>444,0</b>	<b>491,6</b>	<b>610,7</b>	<b>777,8</b>	<b>895,1</b>	<b>996,5</b>
<i>zmiana</i>	35,2%	10,7%	24,2%	27,4%	15,1%	11,3%
Koszt własny sprzedaży	-354,0	-370,8	-479,1	-608,3	-696,4	-774,7
Zysk brutto na sprzedaży	90,0	120,7	131,6	169,5	198,6	221,8
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	20,3%	24,6%	21,6%	21,8%	22,2%	22,3%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-60,0	-72,2	-81,1	-94,4	-106,6	-117,4
Pozostała działalność operacyjna netto	-2,7	-3,0	-3,9	-4,8	-5,5	-6,1
<b>EBIT</b>	<b>27,4</b>	<b>45,6</b>	<b>46,5</b>	<b>70,3</b>	<b>86,5</b>	<b>98,3</b>
<i>zmiana</i>	169,5%	66,5%	2,2%	50,9%	23,2%	13,6%
<i>marża EBIT</i>	6,2%	9,3%	7,6%	9,0%	9,7%	9,9%
Wynik na działalności finansowej	-4,2	6,4	-1,7	-2,6	-2,3	-1,6
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	1,1	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>24,3</b>	<b>54,6</b>	<b>44,8</b>	<b>67,7</b>	<b>84,3</b>	<b>96,7</b>
Podatek dochodowy	3,5	-1,6	-3,4	-5,1	-6,4	-7,3
Udziałowcy mniejszościowi	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>28,1</b>	<b>52,8</b>	<b>41,3</b>	<b>62,6</b>	<b>77,9</b>	<b>89,3</b>
<i>zmiana</i>	246,7%	88,1%	-21,7%	51,5%	24,5%	14,7%
<i>marża netto</i>	6,3%	10,7%	6,8%	8,0%	8,7%	9,0%
Amortyzacja	9,4	12,6	18,1	18,7	23,2	27,7
<b>EBITDA</b>	<b>36,8</b>	<b>58,2</b>	<b>64,6</b>	<b>88,9</b>	<b>109,8</b>	<b>126,0</b>
<i>zmiana</i>	34,1%	58,3%	11,0%	37,6%	23,4%	14,8%
<i>marża EBITDA</i>	8,3%	11,8%	10,6%	11,4%	12,3%	12,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	7,0	7,5	8,0	8,0	8,0	8,0
EPS	4,0	7,0	5,2	7,9	9,8	11,2
CEPS	5,4	8,7	7,5	10,2	12,7	14,7
ROAE	19,1%	25,2%	14,8%	18,9%	19,4%	18,4%
ROAA	9,1%	13,1%	8,3%	11,0%	11,8%	11,8%

Źródło: Comarch, DI BRE Banku

\* z wyłączeniem wyników Interia.pl w okresie 2007P-2010P

**Skonsolidowany bilans**

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>AKTYWA</b>	<b>346,8</b>	<b>461,6</b>	<b>528,6</b>	<b>613,7</b>	<b>706,9</b>	<b>809,8</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>153,0</b>	<b>204,6</b>	<b>243,2</b>	<b>275,3</b>	<b>287,3</b>	<b>293,7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	90,8	138,8	177,1	208,2	219,7	226,2
Wartości niematerialne i prawne	35,0	36,0	37,6	38,7	39,2	39,1
Wartość firmy	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Inwestycje długoterminowe	9,6	7,4	9,6	9,6	9,6	9,6
Pozostałe aktywa trwałe	14,3	19,1	15,6	15,6	15,6	15,6
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>193,8</b>	<b>257,0</b>	<b>285,4</b>	<b>338,4</b>	<b>419,5</b>	<b>516,1</b>
Zapasy	26,1	20,1	26,0	33,0	37,8	42,1
Należności krótkoterminowe	118,5	173,9	221,5	271,8	306,1	336,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	49,0	62,8	37,8	33,5	75,5	137,4
Pozostałe aktywa obrotowe	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>(mln PLN)</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007P</b>	<b>2008P</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>346,8</b>	<b>461,6</b>	<b>528,6</b>	<b>613,7</b>	<b>706,9</b>	<b>809,8</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>161,4</b>	<b>257,0</b>	<b>299,3</b>	<b>361,8</b>	<b>439,7</b>	<b>529,0</b>
Kapitał zakładowy	7,0	7,5	8,0	8,0	8,0	8,0
Pozostałe kapitały własne	154,4	249,5	291,3	353,9	431,7	521,1
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>62,8</b>	<b>58,0</b>	<b>80,8</b>	<b>80,8</b>	<b>80,8</b>	<b>80,8</b>
Pożyczki i kredyty	17,3	51,5	73,9	73,9	73,9	73,9
Pozostałe	45,5	6,5	6,9	6,9	6,9	6,9
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>122,6</b>	<b>146,6</b>	<b>148,5</b>	<b>171,0</b>	<b>186,4</b>	<b>200,0</b>
Pożyczki i kredyty	2,9	3,0	4,2	4,2	4,2	4,2
Zobowiązania handlowe	64,9	64,6	83,5	106,0	121,3	135,0
Pozostałe	54,9	78,9	60,9	60,9	60,9	60,9
Dług	20,2	54,5	78,1	78,1	78,1	78,1
Dług netto	-28,8	-8,3	40,3	44,7	2,6	-59,3
(Dług netto / Kapitał własny)	12,5%	21,2%	26,1%	21,6%	17,8%	14,8%
(Dług netto / EBITDA)	-78,3%	-14,2%	62,4%	50,2%	2,3%	-47,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	7,0	7,5	8,0	8,0	8,0	8,0
BVPS	23,2	34,2	37,6	45,5	55,2	66,5

Źródło: Comarch, DI BRE Banku

**Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych**

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>48,7</b>	<b>30,1</b>	<b>9,0</b>	<b>46,4</b>	<b>77,3</b>	<b>95,9</b>
Zysk netto	28,1	52,8	41,3	62,6	77,9	89,3
Amortyzacja	9,4	12,6	18,1	18,7	23,2	27,7
Kapitał obrotowy	8,7	-25,0	-28,8	-34,8	-23,8	-21,1
Pozostałe	2,6	-10,3	-21,5	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-36,2</b>	<b>-45,3</b>	<b>-58,0</b>	<b>-50,8</b>	<b>-35,2</b>	<b>-34,1</b>
CAPEX	-33,9	-57,5	-58,0	-50,8	-35,2	-34,1
Inwestycje kapitałowe	-2,3	12,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>7,7</b>	<b>29,0</b>	<b>24,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Emisja akcji	0,1	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Dług	10,8	34,4	23,6	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-3,3	-5,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>20,2</b>	<b>13,8</b>	<b>-25,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>42,1</b>	<b>61,8</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	49,0	62,8	37,8	33,5	75,5	137,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	4,0	11,4	-25,8	-2,0	44,2	63,3
(CAPEX/Przychody ze sprzedaży)	8%	12%	10%	7%	4%	3%

Źródło: Comarch, DI BRE Banku

**Wskaźniki rynkowe**

	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
P/E	34,1	19,6	26,5	17,5	14,1	12,3
P/CE	25,5	15,8	18,4	13,5	10,8	9,4
P/BV	5,9	4,0	3,7	3,0	2,5	2,1
MC/S	2,2	2,1	1,8	1,4	1,2	1,1
FCF/EV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
EV/EBITDA	25,6	17,9	17,8	13,0	10,1	8,3
EV/EBIT	34,4	22,8	24,7	16,4	12,8	10,7
EV/S	2,1	2,1	1,9	1,5	1,2	1,1
DYield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cena (PLN)	137,5	137,5	137,5	137,5	137,5	137,5
Liczba akcji na koniec roku	7,0	7,5	8,0	8,0	8,0	8,0
MC (mln PLN)	956,3	1 033,8	1 094,6	1 094,6	1 094,6	1 094,6
Dług netto	-28,8	-8,3	40,3	44,7	2,6	-59,3
Kapitały udziałowców mniejszościowych	14,4	14,6	14,7	14,7	14,7	14,7
EV (mln PLN)	941,9	1 040,1	1 149,6	1 153,9	1 111,8	1 050,0

Źródło: Comarch, DI BRE Banku



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

#### **Analitycy:**

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

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

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

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

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

#### **Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03  
Wicedyrektor  
[grzegorz.domagala@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.domagala@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)

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 stanowić 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 został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

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 rekomendacją.

**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**

<b>Rekomendacja</b>	Kupuj
<b>data wydania</b>	2007-11-07
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	159.80
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	61527.41