



RAPORT ANALITYCZNY

Comarch

informatyka

ISSN 1508-308X

Warszawa, 15.05.03

Źródła wzrostu: eksport i CDN

* Comarch jest dziś według naszych szacunków notowany na giełdzie z niewielką premią (pod względem wskaźników EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E za lata 2003 i 2004) wobec Prokomu, na równi z Emaksem i z wyraźnym dyskontem wobec Computerlandu. Comarch jest znacznie droższy od zachodnioeuropejskich odpowiedników. Szacujemy godziwą wartość jednej akcji Comarchu na 30 zł i rekomendujemy **trzymanie** tych akcji.

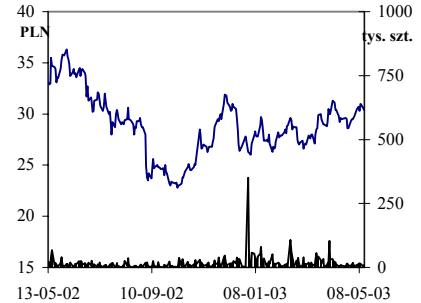
* Silną stroną Comarchu są jego umiejętności technologiczne i bogaty portfel własnego oprogramowania. Rok 2003 będzie w naszym przekonaniu okresem przewyższenia przez spółkę ostatnich skutków utraty TPSA jako użytkownika systemu billingowego Tytan. Spodziewamy się dalszego wzrostu eksportu systemów rozliczeniowych i krajowej sprzedaży systemów wspomagających zarządzanie małymi i średnimi firmami, oferowanych przez CDN. Prawdopodobna jest także wyraźna poprawa sytuacji Interii pod koniec roku 2003, kiedy zacznie ona osiągać przychody z dostępu do internetu.

* Omijanie przez Comarch największych przetargów informatycznych w Polsce i skupianie się na znacznie mniejszych, kilkumilionowych umowach daje Comarchowi mniejszą niż w przypadku Prokomu czy Computerlandu zależność od wyniku walki o pojedynczy kontrakt i od powodzenia jego późniejszej realizacji. Z drugiej strony głównymi źródłami wzrostu polskiego rynku informatycznego w najbliższych latach będą te duże kontrakty. Oczekujemy, że Comarch może wypracować sobie pozycję dużego wykonawcy małych kontraktów, o które nie będą zbyt konkurować największe spółki informatyczne. Konkurencja małych firm jest natomiast dla Comarchu łatwiejsza do pokonania. Comarch ma zasoby umożliwiające mu inwestowanie w swoje produkty i przetrzymanie okresów niskiego popytu, jak obecnie.

* Z tych powodów wspierany przez Comarch CDN zwiększa udział w rynku oprogramowania dla małych i średnich firm. Oprócz solidności technologicznej oraz posiadania głównego udziałowca i zasobów upewniających klientów, że dostawca oprogramowania nie zniknie jutro, CDN ma bardzo sprawny, nadal rozbudowywaną sieć sprzedaży. Składa się ona z niezależnych firm oferujących oprogramowanie Comarchu i związane z jego wdrożeniem i używaniem usługi.

* Oczekujemy wzrostu marży operacyjnej Comarchu w tym i przyszłym roku, w miarę jak gospodarka polska zacznie się szybciej rozwijać, a najwięksi konkurenci zajmą się realizacją wielkich kontraktów, o które dziś walczą.

* Planowana inwestycja Comarchu w Cracovię stanowi naszym zdaniem poważny czynnik ryzyka. Spółka planuje na razie zainwestować w klub tylko 3 mln zł, ale realizacja planów wprowadzenia piłkarzy Cracovii do pierwszej ligi może okazać się znacznie bardziej kosztowna. Comarch jako główny właściciel i sponsor klubu może być pod presją zwiększenia zaangażowania w Cracovię.



Rekomendacja **TRZYMAJ**

Cena 30,40
Cena docelowa 30,00

Podstawowe dane

Liczba akcji po umorzeniu (tys) 6 730
Free float 51%
Kapitalizacja (mln zł) 205

Struktura akcjonariatu*

Państwo Filipiakowie 45%
Inni członkowie Zarządu 4%
Pozostali 51%

* po umorzeniu

Analicycy

Witold Samborski
witold.samborski@breinvest.com.pl

tel. (22) 697 47 36
faks (22) 697 47 43
Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-490 Warszawa, skr. poczt. 21

www.brebrokers.com.pl

	Sprzedaż	EBIT	Zysk netto	Cash earn.	Cena	EPS	P/E	BVPS	P/BV	CEPS	P/CE	EV/EBITDA
	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[zł]	[zł]		[zł]		[zł]		
2001	174	8,0	9,2	17,7	30,4	1,3	24,0	16,3	1,9	2,5	12,4	15,3
2002	191	9,7	8,8	17,6	30,4	1,2	24,9	16,6	1,8	2,4	12,5	10,4
2003P	199	10,9	10,2	19,2	30,4	1,5	20,0	16,3	1,9	2,9	10,6	9,5
2004P	233	15,6	14,2	24,2	30,4	2,1	14,4	18,4	1,7	3,6	8,5	7,3
2005P	261	17,7	16,5	27,5	30,4	2,5	12,4	20,9	1,5	4,1	7,4	6,1

UWAGA: P - prognoza Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A., dane skonsolidowane z wyłączeniem Interii

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

**Wniosek inwestycyjny, wycena**

Szacujemy **dzisiejszą wartość godziwą jednej akcji Comarchu na 30 zł i rekomendujemy trzymanie tych akcji.**

Widzimy i doceniamy pozytywne zmiany w Comarchu, przejawiające się dobrymi wynikami osiągniętymi w ostatnich 3 kwartałach, lepszym od ubiegłorocznego poziomem zamówień i poprawą wyników i perspektyw najważniejszych spółek zależnych. Niestety, te korzystne zjawiska są równoważone wysokimi wartościami podstawowych wskaźników używanych do wyceny porównawczej w stosunku do zachodnioeuropejskich spółek informatycznych.

Trzy najważniejsze czynniki, które mogą w przyszłości podnieść naszą ocenę wartości Comarchu, to: szybsze od oczekiwanego przez nas odbudowanie krajowej sprzedaży do sektora telekomunikacyjnego, jeszcze gwałtowniejszy niż prognozowany przez nas wzrost sprzedaży eksportowej i wzrost wartości Interii wskutek pojawienia się zysków z nowych produktów. Czynnikiem ryzyka dla Comarchu są: brak długoterminowych kontraktów z klientami, silna koncentracja na technicznej stronie produktów, wysokie koszty ekspansji zagranicznej, oraz inwestycje w Interię i Cracovię.

Tabela 1: Wycena DCF Comarchu

	2 002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010 +
FCF	-23,3	7,5	0,5	11,3	13,8	16,5	19,6	23,0	26,8
Dług/EV	30%	30%	30%	30%	30%	30%	0%	0%	0%
stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
beta	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
koszt długu	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	5,7%	5,7%	5,7%
koszt kapitału własnego	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
WACC	11,4%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,5%	11,5%	11,5%
współczynnik dyskonta	1,0	1,1	1,2	1,4	1,5	1,7	1,9	2,1	
PV (FCF)	0,0	6,8	0,4	8,3	9,1	9,8	10,4	11,0	

Źródło: szacunki i prognozy DI BRE Banku

Mln zł

wartość DCF	56
stopa wzrostu w nieskończoności	4,0%
wartość rezydualna zdyskontowana	359
wartość rezydualna EV	171
dług netto	227
wartość kapitałów spółki	-27
liczba akcji (mln szt)	254
wartość na akcję (zł)	6,73
	38

Źródło: szacunki i prognozy DI BRE Banku

**Wrażliwość wyceny DCF Comarchu na zmiany założenia o stopie wzrostu po roku 2009:**

g	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
Końcowy	27	27	27	27	27
CF					
TV	317	336	359	385	414
DTV	151	160	171	183	197
MC	233	243	254	266	280
cena akcji	35	36	38	40	42

Źródło: szacunki i prognozy DI BRE Banku

Wrażliwość wyceny DCF Comarchu na zmiany założeń o stopie wzrostu i koszcie kapitału:

	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
9,0%	44	47	50	55	60
10,0%	39	42	44	47	50
10,5%	38	39	42	44	47
11,0%	36	38	39	42	44
12,0%	33	35	36	38	39
11,5%	35	36	38	40	42

Źródło: szacunki i prognozy DI BRE Banku

Tabela 2: Wskaźniki dla Comarchu i dla spółek użytych w wycenie porównawczej

cena	EV/EBITDA				EV/EBIT				P/E				
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	
z 14.05													
Comarch 30,4	15,3	10,4	9,5	7,3	31,6	19,8	17,5	12,0	24,0	24,9	20,0	14,4	
Compland 84,1	9,6	13,0	11,4	10,8	12,6	22,8	19,5	16,9	19,8	42,0	50,6	40,1	
Emax 70,0	14,7	10,4	10,0	8,6	19,0	12,6	12,4	10,8	31,6	23,6	22,0	17,9	
Prokom 117,5	11,3	7,2	7,9	7,9	15,5	8,4	9,6	9,7		20,1	14,1	11,7	
14.05.03 cena													
LogicaCMG 94 p	1,8	2,2	5,6		2,1	2,6	10,3		3,8	5,0	18,0		
CapGemini € 25,25	4,1	n/m	6,4		6,3	n/m	n/m		11,8	n/m	n/m		
TietoEnator € 13,79	5,0	5,0	4,2		6,8	7,2	5,9		11,2	12,6	10,3		
IDS Scheer € 6,35	8,4	5,1	4,0		10,9	6,7	4,9		23,3	15,6	11,9		
Atos Origin € 25,25	4,3	4,5	4,6		6,9	6,9	7,0		7,6	7,6	8,6		

Źródło: szacunki i prognozy DI BRE Banku i Commerzbanku. n/m – wartość mniejsza od zera

Tabela 3: Wycena porównawcza Comarchu z użyciem wskaźników na lata 2003 i 2004

	EV/ EBITDA				EV/ EBIT				P/E				średnia 2003-4
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004	
Średnia wskaźników dla polskich spółek CPL, EMX, PKM	11,9	10,2	9,7	9,1	15,7	14,6	13,8	12,4	25,7	28,6	28,9	23,2	
Średnia wskaźników dla zagranicznych spółek	4,7	4,2	5,0		6,6	5,9	7,0		11,5	10,2	12,2		
Comarch wyceniany wg polskich spółek (cena akcji w zł)	22,6	29,9	31,0	37,1	12,8	23,3	24,5	31,3	32,5	34,9	43,9	48,9	36
Comarch wyceniany wg zagranicznych spółek (cena akcji w zł)	6,2	14,5	16,8		2,7	11,6	13,5		14,6	12,4	18,5		16
Comarch wyceniany wg polskich i zagranicznych z wagami po 50% (cena akcji w zł)													26

Źródło: szacunki i prognozy DI BRE Banku i Commerzbanku

Rozbieżność między wycenami Comarchu uzyskanymi przez porównanie wskaźników Comarchu i innych polskich spółek informatycznych oraz wyceną metodą dyskontowania przyszłych strumieni pieniężnych (DCF), a wyceną otrzymaną z porównania tych samych wskaźników Comarchu i spółek zachodnioeuropejskich jest duża. Metoda DCF daje jako wartość jednej akcji Comarchu 38 zł, podczas gdy porównanie ze spółkami polskimi daje



36 zł, a z zagranicznymi 16 zł. Różnicę między wycenami porównawczymi wykonanymi z użyciem spółek polskich i zachodnioeuropejskich można wytłumaczyć oczekiwaniem inwestorów, że wzrost całego polskiego rynku informatycznego będzie w najbliższych latach znacznie szybszy, niż rynku zachodnioeuropejskiego i że polskie spółki utrzymają swoje obecne pozycje na rynku krajowym. Oczekiwanie względnie szybszego rozwoju polskiego rynku informatycznego jest naszym zdaniem uzasadnione niskim w stosunku do PKB poziomem inwestycji informatycznych w Polsce w porównaniu z bardziej rozwiniętymi gospodarczo krajami i prawdopodobnym procesem zanikania tych różnic. Dyskusyjna jest natomiast naszym zdaniem teza o długoterminowej przewadze konkurencyjnej polskich spółek usługowych nad konkurentami zagranicznymi. Dziś można jeszcze mówić o takiej przewadze, wynikającej z kontrolowania przez polskie spółki znacznie większych zasobów ludzkich. W miarę rozwoju polskiego rynku informatycznego, staje się on coraz bardziej doceniany przez zagranicznych usługodawców. Skutkiem tego jest stopniowe, ale wyraźne wchodzenie zagranicznych firm informatycznych na polski rynek usług informatycznych, czy to przez tworzenie i rozbudowywanie przedstawicielstw (HP, IBM, QAD czy IDS Scheer), czy przez tworzenie wspólnych przedsięwzięć z polskimi firmami (spółka EDB i Ster-Projekt). Proces ten może być dodatkowo napędzany przez rosnącą rolę podmiotów zagranicznych w polskiej gospodarce. Podmioty te mogą z różnych względów skłaniać się do wyboru rozwiązań informatycznych i dostawców usług, z których korzystają na innych rynkach. Podsumowując, widoczna w Tabeli 2 wielka różnica we wskaźnikach rynkowych polskich i zagranicznych spółek informatycznych nie wydaje nam się uzasadniona, co każe nam oceniać, że polskie giełdowe spółki informatyczne są w sumie drogie w porównaniu ze spółkami zachodnioeuropejskimi.

Nasz szacunek wartości godziwej akcji Comarchu, wynikający z wycen metodami DCF i porównawczą, to 30 zł.

Prognoza

Używamy skonsolidowanego modelu Comarchu, zmodyfikowanego przez wyłączenie z konsolidacji Interii w taki sposób, jakby Comarch zamiast akcji Interii miał gotówkę stanowiącą równowartość posiadanych akcji Interii po cenie z ksiąg Comarchu na koniec 2002 roku (czyli 3,38zł za akcję Interii). Taki sposób prezentacji odpowiada wycenie akcji Comarchu przez sumowanie wartości składników, podzielonych na dwie grupy: podmioty zajmujące się działalnością informatyczną i Interia, podmiot działający w większym stopniu w dziedzinie mediów. Podmioty prowadzące działalność informatyczną wyceniane są metodami DCF i porównawczą, a Interia według ceny rynkowej. Wadą tego podejścia jest konieczność ciągłego (cokwartalnego) korygowania wyceny o zmianę przypadającej na jedną akcję Comarchu wartości posiadanej przez spółkę pakietu akcji Interii.

Tym samym odchodzimy od prognozowania nieskonsolidowanych wyników Comarchu. W sytuacji, gdy dwie ważne, szybko rozwijające się dziedziny działalności Grupy Comarchu: eksport oprogramowania i produkcja oprogramowania do wspomagania zarządzania przedsiębiorstwami, są realizowane w dużej części poza strukturami spółki macierzystej, użycie obrazu skonsolidowanego pozwala lepiej uchwycić całość sytuacji w spółce.

Sprzedaż

Oczekujemy wzrostu skonsolidowanej sprzedaży Comarchu w 2003 roku o 4% do 199 mln zł. To znacznie mniejszy wzrost sprzedaży, niż zapowiadane przez Zarząd 20%. Spodziewamy się spadku sprzedaży do sektora telekomunikacyjnego z powodu znacznie mniejszej sprzedaży do TPSA, i to mimo oczekiwanego skokowego wzrostu sprzedaży eksportowej systemów billingowych. Źródłem wzrostu sprzedaży Grupy Comarchu będzie szybko rosnąca sprzedaż do sektora przemysłu i handlu, oraz do innych odbiorców, w tym administracji. Prognoza nasza opiera się na założeniu, że Comarch będzie nadal skupiał



się na sprzedaży własnych produktów i na zdobywaniu kontraktów niosących wysoką marżę, czyli zawierających dużo usług i mało sprzętu czy cudzej produkcji oprogramowania. Zmiana tej polityki oznaczałaby możliwość osiągnięcia przez Comarch znacznie wyższej sprzedaży, jednak przy podobnym poziomie zysków (z powodu niskich marż na sprzedaży sprzętu i obcego oprogramowania).

Tabela 4: Prognoza skonsolidowanej sprzedaży Comarchu w podziale na branże odbiorców

	2001	2002	2003P	2004P	2005P
Sprzedaż mln zł, w tym dla sektorów	174	191	199	233	261
Telekomunikacja	49%	38%	31%	33%	31%
W tym eksport	4%	8%	13%	15%	13%
Przemysł, handel	22%	25%	29%	30%	32%
Banki ubezpieczenia	18%	13%	13%	12%	11%
Inne	11%	24%	27%	26%	27%

Źródło:

P- 2003-2005 szacunki i prognozy DI BRE Banku

Tabela 5: Prognoza stóp wzrostu skonsolidowanej sprzedaży Comarchu w podziale na branże odbiorców

	2001	2002	2003P	2004P	2005P
Sprzedaż, w tym	36%	10%	4%	17%	12%
Telekomunikacja	40%	-17%	-14%	22%	5%
W tym eksport		132%	63%	40%	0%
Przemysł, handel	23%	19%	20%	20%	20%
Banki ubezpieczenia	32%	-24%	5%	5%	5%
Inne	141%	138%	15%	15%	15%

Źródło:

P- 2002-2005 szacunki i prognozy DI BRE Banku

Obawiamy się, że krajowy popyt na przeznaczone dla firm **telekomunikacyjnych** produkty Comarchu nie będzie w 2003 roku wystarczająco duży, aby spółce udało się osiągnąć sprzedaż tych produktów równą ubiegłorocznej. Powodem będzie brak dalszych zamówień ze strony TPSA na obsługę systemu billingowego Tytan, zastąpionego w TPSA systemem Spinu. Utrata około 20 mln zł sprzedaży będzie trudna do odrobienia w krótkim czasie. Obszarem wzrostu sprzedaży systemów billingowych i innych przeznaczonych dla operatorów telekomunikacyjnych będzie dobrze rozwijający się eksport. Prawdopodobny wydaje nam się skokowy wzrost eksportu Comarchu do 25 mln zł w 2003 roku (z 15,3 mln zł w 2002 r.) i do 35 mln zł w 2004 r.

Sprzedaż systemów informatycznych dla **przemysłu i handlu** będzie w naszej ocenie drugim po eksporcie najważniejszym źródłem wzrostu sprzedaży Comarchu w najbliższych latach. Zarówno własne oprogramowanie Aurum, wspomagające kontakty z klientami (CRM), jak systemy ERP autorstwa spółki zależnej CDN sprzedają się dobrze. Siłą Aurum jest wysoki poziom technologiczny przy stosunkowo niskiej cenie. System CRM Comarchu jest kupowany przez firmy z branży szybkozbywalnych dóbr konsumpcyjnych – filie największych zagranicznych koncernów (jak Procter & Gamble czy Unilever), ale także polskich producentów takich dóbr (jak Mieszko). Sprzedaż wspomagających zarządzanie przedsiębiorstwem systemów ERP produkcji CDN wzrosła o kilkadziesiąt procent w 2002 roku, podczas gdy wielu innych sprzedawców systemów ERP odnotowało spadek sprzedaży. Wsparcie ze strony silnego finansowo Comarchu powoduje, że systemy ERP CDN są regularnie aktualizowane, a użytkownicy mogą być pewni, że otrzymają potrzebną pomoc. Pod względem technologicznym produkt ten jest wysokiej jakości, jako jeden z niewielu na świecie został włączony do programu Microsoftu integracji tworzonego przez niezależnych producentów oprogramowania z aplikacją Office. Do rynkowego sukcesu ERP CDN przyczynia się dobrze zorganizowana sieć dystrybucji, obejmująca około 350 partnerów – lokalnych firm informatycznych. W 2003 roku sieć ta, dotąd oceniana przez Comarch jako wystarczająca tylko w Polsce południowej, będzie rozbudowywana w regionie warszawskim, co pozwala oczekiwać dalszego szybkiego wzrostu sprzedaży.



Trzecim, po eksporcie i systemach wspomagania zarządzania dla przemysłu i handlu, motorem wzrostu sprzedaży Grupy Comarch będzie **sektor publiczny**. Comarch ma dobre referencje w kilku obszarach możliwych inwestycji administracji rządowej i samorządowej: systemów dla policji, systemów internetowych dla urzędów (NBP, Urząd Marszałkowski Województwa Małopolskiego), bezpieczeństwa systemów informatycznych (Ministerstwo Finansów), i budowy pracowni internetowych dla szkół.

Oceniamy, że w najbliższych latach najslabiej rosnącym źródłem sprzedaży Grupy Comarch będzie **sektor finansowy**. Banki ograniczają inwestycje informatyczne pod wpływem słabych wyników finansowych i braku bliskich perspektyw powrotu rynku do stanu szybkich przyrostów wolumenów transakcji. Comarch prawie na pewno nie będzie uczestniczył w dwóch projektach będących głównymi źródłami wzrostu popytu na informatykę ze strony sektora finansowego w najbliższych 2 latach: centralizacji systemów w PKO BP i PZU.

Koszty operacyjne, marże

Comarch skupia się na zdobywaniu kontraktów wartości nie większej niż kilka milionów złotych. Omija w ten sposób wielkie kontrakty, o które toczy się zazwyczaj ostra walka między największymi polskimi i kilkoma zagranicznymi dostawcami. Spodziewamy się, że takie nastawienie Comarchu skutkuje stopniowym wzrostem marż w najbliższych 2 latach, w miarę jak z jednej strony gospodarka zacznie szybciej się rozwijać, a z drugiej największe firmy informatyczne zajmą się konsumowaniem obecnie rozstrzyganych wielkich przetargów i w mniejszym stopniu będą konkurować o stosunkowo małe kontrakty, o które stara się Comarch. Zakładamy, że stopa EBITDA wzrośnie w 2003 roku do 10%, potem do 11%. Odpowiednio wzrośnie też stopa zysku operacyjnego Comarchu (do prawie 7% w 2005 roku). Stanie się tak, jeśli zgodnie z naszymi przewidywaniami inwestycje Grupy Comarch pozostaną na poziomie inwestycji odtworzeniowych (rzędu 10 mln zł rocznie).

Wezwanie, umorzenie akcji, wykup obligacji

Zakładamy, że obligacje zostaną wykupione w 2007 roku. Cena konwersji 57,1 zł jest wyższa od szacowanej przez nas wartości godziwej akcji Comarchu w roku 2007 (51 zł).

Spodziewamy się, że nie będzie przeszkód dla zgodnego z planem umorzenia 0,5 mln akcji skupionych w wezwaniu i odkupionych od Banku Handlowego w 2003 r.

Tabela 6: Prognoza wyników skonsolidowanych Comarchu (bez Interii) (mln zł)

	2001	2002	2003P	2004P	2005P
Sprzedaż	173,8	191,2	198,6	233,0	261,3
EBITDA	16,6	18,5	19,9	25,6	28,7
Stopa EBITDA	9,5%	9,7%	10,0%	11,0%	11,0%
Amortyzacja bez odpisów wart. firmy z konsolid.	8,6	8,8	9,0	10,0	11,0
Zysk operacyjny	8,0	9,7	10,9	15,6	17,7
Stopa zysku operacyjnego	4,6%	5,1%	5,5%	6,7%	6,8%
Saldo przychodów i kosztów finansowych	13,8	1,0	1,5	1,1	1,6
Odpis wartości firmy z konsolidacji	-11,2	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
Zysk brutto	10,6	10,0	11,5	15,9	18,5
Podatek	1,4	0,7	1,3	1,8	2,0
Zysk mniejszości	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	9,2	8,8	10,2	14,2	16,5

Źródło: P- 2003-2005 szacunki i prognozy DI BRE Banku

**Tabela 8: Prognoza bilansu skonsolidowanego Comarchu (bez Interii) (mln zł)**

	2001	2002	2003P	2004P	2005P
Aktywa	151,5	216,7	207,9	229,5	252,1
Aktywa trwałe	68,1	67,0	67,4	66,6	64,8
Rzecz. aktywa trw. i wart. niematerialne i prawne	56,4	60,0	61,0	61,0	60,0
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,3	2,9	2,1	1,3	0,5
Inwestycje długoterminowe	7,5	0,9	0,9	0,9	0,9
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	3,9	3,2	3,5	3,5	3,5
Aktywa obrotowe	83,4	149,7	140,4	162,8	187,3
Zapasy	10,0	8,7	9,0	10,6	11,9
Należności krótkoterminowe	46,5	64,5	67,0	86,4	97,0
Inwestycje krótkoterminowe	23,6	66,9	54,7	56,1	68,7
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	3,3	9,7	9,7	9,7	9,7
Pasywa	151,5	216,7	207,9	229,5	252,1
Kapitał własny	118,1	120,0	109,6	123,8	140,3
Kapitał mniejszości	2,2	2,7	2,7	2,7	2,7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	31,2	93,9	95,5	103,0	109,1
Zobowiązania długoterminowe	0,0	39,9	39,9	39,9	39,9
Zobowiązania krótkoterminowe	26,1	41,4	43,0	50,5	56,6
Oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nieoprocentowane	26,1	41,4	43,0	50,5	56,6
Rozliczenia międzyokresowe	4,9	11,0	11,0	11,0	11,0

P- 2003-2005 szacunki i prognozy DI BRE Banku

**Tabela 9: Prognoza skonsolidowanych przepływów pieniężnych Comarchu (mln zł)**

	2001	2002	2003P	2004P	2005P
Przepływy operacyjne	15,8	10,0	18,5	11,4	22,6
Zysk netto	9,2	8,8	10,2	14,2	16,5
Amortyzacja w tym odpisy wart. firmy	19,8	9,5	9,8	10,8	11,8
Zmiana kapitałów obrotowych	-8,3	-1,4	-1,2	-13,6	-5,7
Pozostałe operacyjne	-4,9	-7,4	-0,3	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-11,1	-40,4	-10,0	-10,0	-10,0
Przepływy finansowe	-0,2	38,4	-20,6	0,0	0,0
Wpływy	0,0	40,6	0,0	0,0	0,0
Wydatki	0,0	-2,2	-20,6	0,0	0,0
Wykup obligacji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skup akcji	0,0	0,0	-20,6	0,0	0,0
Przepływy gotówkowe razem	4,5	8,1	-12,1	1,4	12,6

P- 2003-2005 szacunki i prognozy DI BRE Banku

Interia – poprawa

Interia w pierwszym kwartale 2003 roku po raz pierwszy w historii odnotowała dodatnie saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej i inwestycyjnej. To wynik z jednej strony poprawiającego się wyniku gotówkowego na działalności operacyjnej, a z drugiej ograniczenia do minimum nakładów inwestycyjnych. Oceniamy te wyniki jako znaczną poprawę sytuacji spółki i stopniowo rośnie nasze przekonanie, że jest możliwy scenariusz, w którym Interia zaczyna zarabiać. Wprawdzie spółka zapowiedziała, że drugi i trzeci kwartał będą gorsze od pierwszego, ale w czwartym do sezonowego ożywienia rynku reklamy powinien już dołożyć się pozytywny wpływ rozpoczęcia oferowania płatnego dostępu do internetu we współpracy z Energisem. Sądząc po sukcesie, jaki odnosi OnetKonekt, również realizowany wraz z Energisem, Interia może zbudować z dostępu istotne źródło swoich przychodów. Na podstawie danych TPSA szacujemy, że kwartalne przychody Onetu z usług dostępowych wyniosły w pierwszym kwartale 2003 roku rzędu 1,7 mln zł. Trudno ocenić realność celu, jaki stawia sobie na tym polu Interia (połowa udziału Onetu w rynku dostępu wdzwanianego do internetu), widać jednak, że chodzi tu o kwoty niebagatelne w skali Interii, mającej miesięczne przychody gotówkowe rzędu 800-900 tysięcy złotych.

Pozostaje pytanie, kto kupi Interię od Comarchu. Naturalnym kandydatem byłby partner w tym przedsięwzięciu – RMF, ale ma on dość własnych problemów finansowych, żeby powiększać je przejęciem Interii. Niestety, nie widać kolejki chętnych po Interię.

Cracovia – ryzykowna inwestycja

Na pozór zainwestowanie 3 mln zł w klub sportowy szczyjący się stuletnią tradycją i będący jednym z symboli Krakowa, siedziby Comarchu, wygląda na godny uwagi pomysł na zbudowanie wokół spółki dobrej atmosfery i na uzyskanie reklamy. Problem w tym, że według naszej wiedzy, opartej na przypadku klubu piłkarskiego Dyskobolia, którego sponsorem jest Groclin, klub piłkarski może być workiem bez dna pod względem potrzebnych, a nawet wymaganych przepisami (w przypadku klubów pierwszoligowych) inwestycji. Comarch przejmując kontrolę nad Cracovią stanie się odpowiedzialny za przyszłość tego klubu. Jako cel stawia sobie doprowadzenie piłkarskiej drużyny Cracovii (obecnie trzecioligowej) do pierwszej ligi. Według naszych szacunków koszt doprowadzenia klubu do pierwszej ligi może się liczyć w dziesiątkach milionów złotych. W takim przypadku Comarch stanąłby przed wyborem szukania współsponsora dla klubu, ponoszenia bardzo dużych jak na Comarch kosztów, lub rezygnacji ze sponsorowania klubu, ze wszystkimi negatywnymi konsekwencjami dla wizerunku Comarchu.



Czynniki ryzyka

Uzależnienie od ogólnego tempa wzrostu gospodarczego (brak długoterminowych kontraktów)

Tendencja do przykładania zbyt dużej wagi do doskonałości technologicznej i jakości oprogramowania kosztem dbałości o jego wartość dla klientów. Comarch ma dużo świetnych technicznie produktów, na niektóre jednak nie ma klientów.

Koszty rozwoju sprzedaży eksportowej.

Inwestycja w Interię (wartość może spaść)

Inwestycja w Cracovię

**Poprzednia rekomendacja dla Comarchu.**

Rekomendacja	TRZYMAJ
data wydania	2001-06-05
kurs z dnia rekomendacji	57,00
WIG w dniu rekomendacji	15442,96

EV - dług netto + wartość rynkowa (*EV*- wartość przedsiębiorstwa)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny plus amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

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 przedsiębiorstwa

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 księgowa) - 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 3-6 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana.

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG

SPRZEDAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne.

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.

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.

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.

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – ciągle jest uważana za najbardziej właściwą metodologicznie metodę 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.



**DOM INWESTYCYJNY
BRE BANKU S.A.**

Warszawa – ul. Wspólna 47/49, 00-950 Warszawa, skr. pocztowa 21

	TELEFON (0-22)	FAX (0-22)
Centrala i informacja	697-49-00	697-49-44
Kierownik Punktu Obsługi Klientów	697-48-33	697-48-75
Obsługa Rynku Niepublicznego	697-48-16	697-48-14
Sekretariat Biura	697-47-00	697-47-01
Dep. Sprzedaży Instytucjonalnej	697-49-10	697-49-61
Departament Analiz	697-47-37	697-47-43
Departament Rynku Pierwotnego	697-47-22	697-47-05
Departament Rozliczeń Finansowych	697-49-07 do 09	697-48-14
Zespół Zleceń Telefonicznych	697-49-49	697-48-58

PUNKT OBSŁUGI	ADRES	TELEFON	FAX
BIELSKO-BIAŁA	Pl. Wolności 7, 43-304 Bielsko-Biała	(33) 813-93-50	(33) 813-93-55
BYDGOSZCZ	ul. Grodzka 17, 85-109 Bydgoszcz	(52) 584-31-51	(52) 584-31-52
GDĄŃSK	ul. Okopowa 7, 80-819 Gdańsk	(58) 346-24-21	(58) 301-15-51
KATOWICE	ul. Powstańców 43, 40-024 Katowice	(32) 200-64-81	(32) 200-64-80
KRAKÓW	ul. Augustańska 15, 31-064 Kraków	(12) 618-45-84	(12) 618-45-85
LUBLIN	ul. Krakowskie Przedmieście 6, 20-954	(81) 532-94-13	(81) 532-94-42
ŁÓDŹ	ul. Piotrkowska 148/150, 90-063 Łódź	(42) 636-15-27	(42) 636-27-00
OLSZTYN	ul. Głowackiego 28, 10-448 Olsztyn	(89) 522-03-41	(89) 522-03-42
POZNAŃ	ul. Szyperska 20/21, 60-967 Poznań	(61) 856-86-36	(61) 856-86-36
RZESZÓW	ul. Sokoła 6, 35-010 Rzeszów	(17) 850-38-10	(17) 852-66-50
SZCZECIN	ul. Tkacka 55, 70-556 Szczecin	(91) 488-39-82	(91) 488-39-63
WROCLAW	ul. Podwałe 62A, 50-010 Wrocław	(71) 342-15-68	(71) 341-88-79