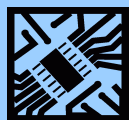




2 września 2010

Komentarz specjalny

IT
Polska**Comarch**

CMR.PW; COMH.WA

Redukuj

(Niezmieniona)

Piotr Grzybowski
(48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl**Niższe odpisy wartości aktywów****Obecna cena: 78,4 PLN; Cena docelowa: 79,5 PLN**

Wyniki Comarchu za drugi kwartał 2010 roku, mimo że znacząco lepsze od naszych oczekiwań oraz konsensusu rynkowego nie stanowią naszym zdaniem podstawy do korekty naszej wyceny z ostatniego raportu. Głównym źródłem pozytywnej niespodzianki są bowiem niższy od oczekiwanego odpis wartości firmy (5,5 mln PLN wobec prognozowane przez nas 9,9 mln PLN), który na potrzeby wyceny był przez nas pomijany. W rezultacie, mimo iż korygujemy nasze tegoroczne prognozy o różnicę rzeczywistej wartości odpisu aktualizującego i naszą prognozę to jednak nie wpływa to na zmianę na naszą cenę docelową dla akcji Comarchu. Z drugiej strony ostatnie tygodnie były okresem znacznego spadku notowań spółki. Od wydania naszego ostatniego raportu na początku sierpnia kurs akcji Comarchu obniżył się o 13,1% osiągając poziom naszej ceny docelowej.

Pozytywne zaskoczenie na wynikach

Wyniki Comarchu za drugi kwartał 2010 roku okazały się znacząco lepsze od naszych oczekiwań. Zaskoczenie wynika częściowo z mniejszych niż oczekiwaliśmy odpisów z tytułu utraty wartości firmy (5,5 mln PLN wobec zakładanych przez nas 9,9 mln PLN) oraz dokonania tych odpisów na poziomie jednostki zależnej, a nie jak tego oczekiwaliśmy na poziomie konsolidacji. Skutkowało to dużo wyższą od prognozowanej stratą mniejszości (Comarch przypisał sobie do wyniku netto zaledwie niewielki ułamek odpisywanej wartości). Po skorygowaniu wyników o te efekty rezultaty Comarchu wciąż pozostają lepsze od naszych prognoz: 2,2 mln PLN zysku operacyjnego przy zakładanej stracie operacyjnej na poziomie 1,4 mln PLN. Nasza skorygowana prognoza netto to 1,2 mln PLN zysku netto.

Przychody Grupy wzrosły do 174,4 mln PLN wobec zakładanych przez nas 148,7 mln PLN, przy dobrej 22,2% marży brutto. Wyższa sprzedaż została wygenerowana przede wszystkim w segmencie finansów i bankowości (wzrost o 26,9% do 36,5 mln PLN), segmencie przemysłu i Utilities (o 22,7% do 15,4 mln PLN) oraz sektorze publicznym (o 66,2% do 16,0 mln PLN). Największy spadek sprzedaży dotyczył segmentu małych i średnich przedsiębiorstw w Niemczech (o 13,1% do 38,2 mln PLN). Koszty ogólne działalności były nieznacznie wyższe niż zakładaliśmy i wyniosły 33,4 mln PLN. Niższa niż zakładaliśmy okazała się strata spółek celowych (-2,6 mln PLN w porównaniu do -3,0 mln PLN prognozy). Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -7,7 mln PLN, najważniejszą jego pozycją było wspomniane wcześniej 5,5 mln PLN odpisu wartości firmy. W konsekwencji powyższych czynników strata operacyjna sięgnęła 2,3 mln PLN.

Wyniki Comarchu w 2Q2010 vs. prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	2Q2010	2Q2010	zmiana	2Q2010p	różnica	konsensus	różnica
Przychody	174,4	163,7	6,5%	148,7	17,2%	153,0	14,0%
EBITDA	9,4	2,2	323,4%	0,2	4496,5%	-	-
marża	5,42%	1,36%	-	0,14%	-	-	-
EBIT	-2,3	-12,8	-	-11,3	-	-6,8	-
Zysk brutto	-1,8	-11,7	-	-10,1	-	-	-
Zysk netto	5,4	-3,1	-	-8,7	-	-4,4	-

Źródło: Comarch, szacunki DI BRE Banku SA, PAP

Saldo działalności finansowej wyniosło +0,4 mln PLN i było niższe od naszej prognozy (+1,2 mln PLN). Wyższy był też zaksięgowany podatek, który sięgnął 2,8 mln PLN, podczas gdy zakładaliśmy 0,2 mln PLN obciążenia. Bardzo wysoka była strata mniejszości, która w omawianym okresie wyniosła aż 10,0 mln PLN. Wynikała ona z faktu, że do straty zaraportowanej przez SoftM (1,3 mln euro) została dodana strata wynikająca z odpisu wartości firmy, amortyzacji wartości firmy. Przeliczeniu po nowym udziale w akcjonariacie uległy też straty mniejszości w SoftM w pierwszym kwartale. Dodatkowo stratę netto zanotował Comarch AG, który dotąd był w 100% zależny od Comarchu, a po niedawnym podwyższeniu kapitału zaangażowanie Comarchu w niemiecką spółkę spadło do 60%. W rezultacie Comarch zanotował zysk netto przypadający akcjonariuszom w wysokości 5,4 mln PLN.

Korekta prognoz rocznych

Niższy od zakładanego przez nas odpis wartości firmy w drugim kwartale, a także dokonanie go na poziomie SoftM, zamiast jak tego oczekiwaliśmy na poziomie samego Comarchu, choć nie ma wpływu na naszą wycenę (oczekiwany odpis był przez nas na potrzeby ewaluacji pomijany) to jednak skłania nas do skorygowania naszych prognoz rocznych dla spółki. Naszą prognozę zysku operacyjnego podnosimy o różnicę między rzeczywistą kwotą utraty wartości firmy (5,5 mln PLN) a naszymi wcześniejszymi szacunkami (9,9 mln PLN). Ponadto oczekiwany wynik netto powiększamy (poza powyższą różnicą) o część

odpisu przypadającą akcjonariuszom mniejszościowym, a także o udział mniejszości w amortyzacji wartości firmy. W wyniku powyższych korekt nasza prognoza zysku operacyjnego rośnie z 11,3 mln PLN do 15,8 mln PLN, a prognoza zysku netto z 20,9 mln PLN do 34,9 mln PLN.

Stara i nowa prognoza DIBRE tegorocznych wyników Comarchu

(mln PLN)	2010 nowa	2010 stara	różnica	2009	zmiana
Przychody	701,4	701,4	0,0%	729,4	-3,8%
EBITDA	55,4	50,9	8,8%	56,2	-1,4%
marża	7,9%	7,3%	-	7,7%	-
EBIT	15,8	11,3	39,8%	14,3	10,3%
Zysk brutto	20,1	15,7	27,9%	18,4	8,8%
Zysk netto	34,9	20,9	67,2%	32,3	8,2%

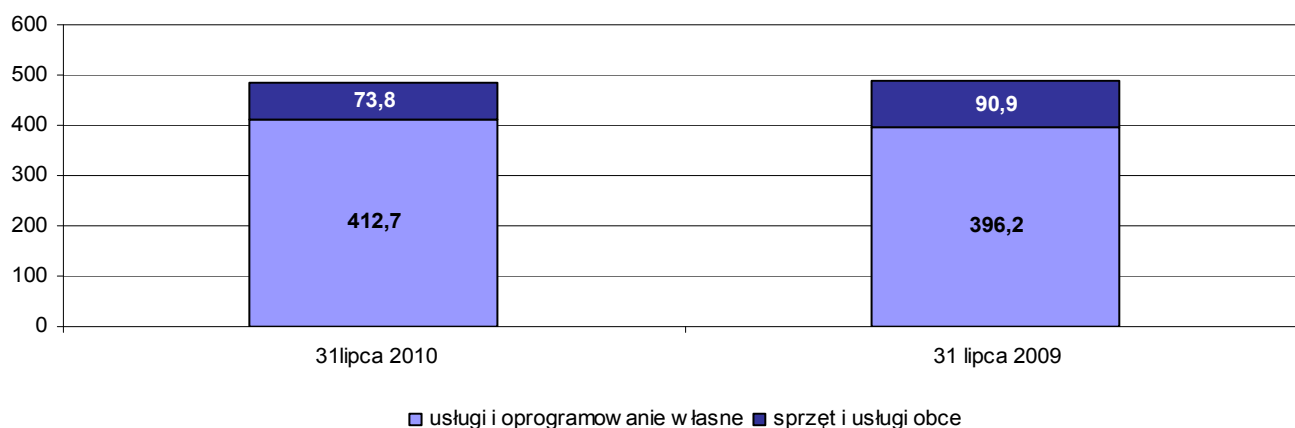
Źródło: szacunki DI BRE Banku SA,

Bieżący portfel kontraktów

Na koniec lipca portfel kontraktów Comarchu miał wartość 486,5 mln PLN wobec 487,0 mln PLN w analogicznym okresie ubiegłego roku. Należy przy tym zaznaczyć, że tegoroczna wartość nie zawiera w sobie podpisanego niedawno kontraktu z E-Plus Mobilfunk GmbH&Co. KG na kwotę 42,0 mln euro. Umowa ta tylko w nieznacznym stopniu wpływać będzie na wyniki tego roku, gdyż większość prac wykonywana będzie w latach późniejszych (czas trwania umowy wynosi 5 lat).

W zaraportowanym backlogu kwotę 412,7 mln PLN stanowią zamówienia na usługi i oprogramowanie własne, co jest wartością o 4,2% większą niż przed rokiem (396,2 mln PLN). Uwzględniając porównywalny poziom kontraktacji w bieżącym roku, a także istotny spadek przychodów w SoftM (portfel raportowany jest bez niemieckiej spółki zależnej) podtrzymujemy naszą prognozę zrealizowanej w tym roku skonsolidowanej sprzedaży.

Bieżący portfel kontraktów Comarchu 31 lipca 2010 i 31 lipca 2009



Źródło: Comarch SA



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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość 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 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 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 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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

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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima.

DI BRE jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełnił funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia S.A.

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.