



COMARCH S.A.

**RAPORT ANALITYCZNY
DOMU MAKLESKIEGO ELIMAR S.A.**

KATOWICE 21.06.02r.

SPIS TREŚCI

<i>REKOMENDACJA</i>	3
<i>WYCENA WARTOŚCI AKCJI COMARCH S.A.</i>	4
<i>PODSUMOWANIE WYCENY WARTOŚCI AKCJI COMARCH S.A.</i>	5
<i>RYNEK IT W POLSCE</i>	5
<i>HISTORIA SPÓŁKI</i>	5
<i>PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI</i>	5
<i>GRUPA KAPITAŁOWA</i>	6
<i>PODSTAWOWE PRODUKTY I RYNKI DZIAŁALNOŚCI</i>	7
<i>SPRZEDAŻ I ODBIORCY</i>	7
<i>COMARCH NA TLE KONKURENCJI</i>	8
<i>PORTFEL ZAMÓWIEŃ I PROGNOZY SPRZEDAŻY</i>	9
<i>PLANY INWESTYCYJNE</i>	10
<i>OBLIGACJE ZAMIENNE NA AKCJE</i>	11
<i>PROGRAM MOTYWACYJNY – AKCJE SERII F</i>	11
<i>PROGRAM OPCJI MENEDŻERSKICH</i>	12
<i>ANALIZA SWOT</i>	13
<i>AUTORZY OPRACOWANIA</i>	14
<i>LISTA POK DM ELIMAR S.A.</i>	14

COMARCH S.A.		
Cena: 34,4 zł.	21.06.2002 r.	P/E: 33,2
Wycena: 35,8 zł	Branża: informatyka	P/OP: 45,9
Min/max(52 tyg.):31,2 / 59,3 zł	Liczba akcji: 7,228 mln	MC/S: 1,8

WARTOŚCI I WSKAŹNIKI COMARCH S.A.(tys. zł)						
tys. zł.	Przychody ze sprzedaży	Zysk operacyjny	Zysk netto	SPS	OPPS	EPS
2001	154 732	9 915	10 479	21,41	1,37	1,45
2002P	157 053	10 459	10 454	21,73	1,45	1,45
2003P	183 124	26 783	20 042	25,34	3,71	2,77
2004P	223 045	35 243	27 462	30,86	4,88	3,80

AKCJONARIUSZE (głosy)	
Filipiak Janusz	37,96%
Filipiak Elżbieta	31,56%
Maciantowicz Tomasz	4,19%
Pozostali	26,29%

REKOMENDACJA: TAK JAK RYNEK

ComArch S.A. jest jednym z głównych przedstawicieli branży informatycznej, których akcje notowane są na GPW w Warszawie. Ostatni rok był dla Spółki udany, co spowodowane było głównie odbudową kontaktów handlowych z głównym klientem, jakim jest Telekomunikacja Polska S.A. Jednak analiza sytuacji finansowej spółki w dłuższej perspektywie wskazuje na znacznie gorszą pozycję konkurencyjną Spółki niż innych firm przyjętych do porównań. Winę za to ponosi silne uzależnienie od głównego klienta, który w 2001 roku dostarczył ponad jedną czwartą przychodów ze sprzedaży.

Wyniki pierwszego kwartału bieżącego roku były znacznie gorsze niż w analogicznym okresie roku 2001. Potwierdza to trudną sytuację całej branży, ale przede wszystkim problemy z pozyskiwaniem odpowiedniej liczby nowych kontraktów na tak konkurencyjnym rynku. W oparciu o informacje o wielkości portfela zamówień po pierwszych pięciu miesiącach tego roku szacujemy, że przychody ComArchu za cały rok osiągną wartość 157,1 mln zł, a więc tylko nieznacznie wyższą niż w poprzednim roku obrotowym. Według naszych szacunków także zysk netto utrzyma się na poziomie zbliżonym do zeszłorocznego.

Krytycznie oceniamy poczynania Spółki w zakresie motywowania i nagradzania kadry menedżerskiej i pracowników za osiągnięte wyniki. Przyjęte w tym względzie programy są mało skuteczne i narażają Spółkę na straty, czego dowodem może być emisja akcji serii F w ramach programu motywacyjnego z poprzednich lat. Obecnie wprowadzony program opcji menedżerskich dla prezesa zarządu niesie za sobą ryzyko rozwodnienia kapitałowego oraz zwiększonej podaży akcji w związku z pozyskiwaniem środków na realizację opcji. Także projekt uchwały przewidujący przeznaczenie 700 tys. zł z zeszłorocznego zysku na nagrody dla członków zarządu oraz 1,2 mln zł dla pracowników, szczególnie w perspektywie powstrzymania się od wypłaty dywidendy i słabych wyników pierwszego kwartału nie może zostać korzystnie oceniony przez pozostałych akcjonariuszy.

Wbrew powszechnie przyjętej pozytywnej ocenie emisji obligacji zamiennych na akcję uważamy, że w przypadku ComArchu zamierzone efekty nie zostały osiągnięte. Na podstawie przeprowadzonej wyceny sądzimy, że warunki zaproponowane nabywcom obligacji są bardziej korzystne dla nich niż dla dotychczasowych akcjonariuszy. W naszym przekonaniu czyste finansowanie zewnętrzne przy tak korzystnych wskaźnikach zadłużenia, jakimi charakteryzuje się ComArch, z punktu widzenia właścicieli Spółki byłoby bardziej wskazane.

Mimo tych wielu krytycznych uwag oraz zastosowania w procesie wyceny spółki podwyższonych współczynników dyskonta uwzględniających wysokie ryzyko operacyjne i rynkowe uzyskana wartość akcji na poziomie 35,8 zł uzasadnia wydanie dla akcji ComArch rekomendacji *tak jak rynek*.

WYCENA WARTOŚCI AKCJI COMARCH S.A.

Cena akcji – 35,8 zł. Wycenę wartości podstawowej działalności ComArch S.A. przeprowadziliśmy wykorzystując metodę DCF oraz metodę porównawczą. W pierwszej metodzie opieraliśmy się na własnych prognozach rozwoju rynku IT oraz prognozach sprawozdań finansowych Spółki. Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy prognozowane na koniec bieżącego roku dane finansowe notowanych na giełdzie spółek: Computerland, Prokom i Softbank. Uśredniając otrzymane wyniki ustaliliśmy wartość podstawowej działalności na poziomie 34 zł. Wynik ten powiększyliśmy o wartość udziałów posiadanych w spółce Interia wycenionych jako średni giełdowy kurs notowań jej akcji z ostatnich 6 miesięcy. Ostateczna wartość akcji ComArch S.A. wynosi według naszej wyceny 35,8 zł.

WYCENA WARTOŚCI PODSTAWOWEJ DZIAŁALNOŚCI COMARCH S.A. METODĄ DCF						
tys. zł	2002P	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P
EBIT	10 459	26 783	35 242	41 113	42 697	44 038
Podatek	1 255	3 214	4 229	4 933	5 123	5 284
NOPAT	9 204	23 569	31 013	36 179	37 573	38 753
Amortyzacja	5 606	8 877	7 815	7 383	7 471	7 409
Zmiana kapitału obrotowego	-9 427	-2 602	-5 485	-6 870	-7 794	-8 896
Wydatki inwestycyjne	-40 000	-8 000	-10 000	-10 000	-8 000	-8 000
Operating Free Cash Flow	-34 617	21 844	23 344	26 693	29 250	29 266
Czynnik dyskontujący	1,0000	0,8973	0,8076	0,7286	0,6578	0,5938
PV OFCF	-34 617	19 600	18 853	19 449	19 240	17 378
Suma PV OFCF	59 906					
Wartość rezydualna	340 276					
PV Wartości rezydualnej	202 064					
Wartość tarczy podatkowej	4 800					
Wartość firmy	278 500			wzrost później: 2%		
Wartość długu netto	11 730					
Wartość kapitału własnego	266 769					
Ilość akcji (tys. szt.)	7 228					
Wartość na akcję w zł	36,9					

Źródło: prognozy i obliczenia własne

WYCENA WARTOŚCI AKCJI COMARCH S.A. METODĄ PORÓWNAWCZĄ				
SOFTBANK (tys. zł)	2001	2002P	2003P	
przychody ze sprzedaży	154 732	157 053	183 124	
wynik operacyjny	9 915	10 459	26 783	
EBITDA	15 378	16 066	35 661	
wynik netto	10 479	10 454	20 042	
waga	0,3	0,5	0,2	
przychody ze sprzedaży	46 420	78 526	36 625	
wynik operacyjny	2 975	5 230	5 357	
EBITDA	4 613	8 033	7 132	
wynik netto	3 144	5 227	4 008	
wycena wartości SOFTBANKU	średnia ważona	wskaźniki*	wartości mnożone	wartość na akcję w zł
przychody ze sprzedaży (MC/S)	161 571	1,39	224 400	
wynik operacyjny (P/OP)	13 561	14,78	200 389	
EBITDA (P/EBITDA)	19 778	11,46	226 670	31,0
wynik netto (P/E)	12 379	19,66	243 424	

*-wskaźniki dla Computerlandu, Prokomu i Softbanku dla danych prognozowanych na rok 2002, ceny z 19.06.02

PODSUMOWANIE WYCENY WARTOŚCI AKCJI COMARCH S.A.

	w zł na akcję
Działalność podstawowa	
Wycena DCF	36,9
Wycena porównawcza	31,0
Wycena średnia	34,0
Wartość aktywów finansowych	
Interia	1,80
Łącznie wartość akcji ComArch S.A.	35,8

RYNEK IT W POLSCE

Po okresie dynamicznego rozwoju rynku IT ostatnie dwa lata przyniosły znaczne wyhamowanie korzystnej tendencji, co spowodowane było ogólnym pogorszeniem koniunktury gospodarczej, z którą branża ta jest niezwykle silnie związana. W dobie kryzysu i pogarszającej się sytuacji przedsiębiorstw wydatki na informatykę są ograniczane w pierwszej kolejności, a inwestycje w tym zakresie przekładane na okres poprawy koniunktury. Zgodnie z najnowszym raportem biura badawczo – analitycznego DiS wartość rynku IT w 2001 roku wzrosła zaledwie o 0,5 proc. w ujęciu dolarowym i wyniosła 3,06 mld USD. Po raz pierwszy od dziesięciu lat spadła natomiast wartość rynku w złotych i to aż o 5,34 proc. (8,94 proc. w cenach stałych). Na ogólnie niekorzystnym tle całej branży zdecydowanie lepiej prezentuje się rynek usług informatycznych oraz rynek oprogramowania. Zgodnie z danymi DiS ten pierwszy wzrost w zeszłym roku o aż o 24,17 proc. w ujęciu dolarowym i 16,9 proc. w złotych (13,3 proc. w cenach stałych). Z kolei wartość rynku oprogramowania liczona w dolarach wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem o 22,6 proc., co dało 15,5 proc. wzrost w przeliczeniu na złotówki (11,9 proc. w cenach stałych).

Prognozy dla branży IT na rok bieżący także nie są najlepsze. Oczekiwane w pierwszym kwartale ożywienie gospodarcze nie nastąpiło i najprawdopodobniej pierwsze jego oznaki pojawią się pod koniec drugiego półrocza. Nie oznacza to jednak automatycznego zwiększenia zapotrzebowania na produkty informatyczne, bowiem po okresie ograniczania wydatków inwestycyjnych w majątek produkcyjny ten będzie musiał być odtworzony w pierwszej kolejności. Szacujemy, że w całym 2002 roku dolarowa wartość rynku IT wzrośnie o 3,5 – 4,0 proc. i osiągnie wielkość 3,17-3,18 mld USD. Wyraźnego ożywienia rynku IT można się spodziewać najwcześniej w roku 2003, kiedy spodziewamy się poprawy sytuacji makroekonomicznej, polepszenia nastrojów inwestorów oraz zwiększenia wydatków administracji państwowej na informatykę. Także przygotowania do przystąpienia do Unii Europejskiej będą się wiązały ze zwiększonymi nakładami państwowymi na informatyzację, podobnie jak realizacja ustaw o podpisie elektronicznym, czy o dostępie do informacji publicznej. Według naszych szacunków w roku 2006 polski rynek IT powinien osiągnąć wartość 4,7-5,0 mld USD.

HISTORIA SPÓŁKI

Spółka ComArch S.A. rozpoczęła swoją działalność w roku 1991, jako mała regionalna firma informatyczna. W 1994 roku nastąpiło przekształcenie Spółki z o.o. w Spółkę Akcyjną na podstawie uchwały wspólników z listopada 1994 roku. Rejestracja przekształconej spółki w sądzie rejestrowym nastąpiła 20 grudnia 1994 roku. Oferta publiczna akcji serii D została przeprowadzona na podstawie uchwały akcjonariuszy z 31 marca 1998 roku, a pierwsze notowanie praw do akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych odbyło się 10 marca 1999 roku.

PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI

Podstawowym przedmiotem działalności ComArch S.A. jest działalność wytwórcza, handlowa i usługowa w zakresie informatyki i telekomunikacji. Obejmuje ona projektowanie, wykonywanie i dostarczanie nowoczesnych systemów informatycznych, na które składają się oprogramowanie, sprzęt komputerowy i sieciowy oraz usługi wdrożeniowe, szkoleniowe i eksploatacyjne. Główną pozycję oferty handlowej spółki stanowi własne autorskie oprogramowanie, ale wykorzystywane są

również rozwiązania firm partnerskich. Główną zasadą przyjmowaną przy projektowaniu nowych rozwiązań kierowanych do określonych klientów jest stworzenie takiego produktu, który będzie uniwersalny i możliwy do wdrożenia u szerszej grupy odbiorców po odpowiednim przystosowaniu do indywidualnych wymagań. Równocześnie dla klientów o specyficznych potrzebach, które nie mogą być zaspokojone przez standardowe produkty opracowywane są systemy tworzone w oparciu o jednostkowe zamówienia, tzw. systemy „pod klucz”.

ComArch S.A. jest równocześnie jednostką dominującą grupy kapitałowej.

GRUPA KAPITAŁOWA

Grupa Kapitałowa ComArch działa jako holding operacyjny, w którym ComArch S.A. posiadający dominujący udział pod względem wielkości osiąganych przychodów i posiadanego majątku pozyskuje większość kontraktów oraz zajmuje się ich kompleksową realizacją, natomiast spółki zależne działają jako podwykonawcy w zakresie wdrożeń i produkcji oprogramowania w trakcie realizacji umów. Nieco odmienny charakter posiadają zagraniczne spółki zależne tj. ComArch Global, Inc. z siedzibą w Waszyngtonie oraz ComArch Software AG działająca na rynku niemieckim, które stanowią swego rodzaju operacyjne przedstawicielstwa handlowe Grupy Kapitałowej, zajmujące się sprzedażą oprogramowania i usług odpowiednio na rynek amerykański i niemiecki.

Odmianą z punktu widzenia struktury holdingu funkcję pełnią także spółki ComArch Internet Ventures S.A. oraz CDN-Compact Disc Novelty S.A. Pierwsza z wymienionych spółek świadczy usługi ASP (Application Service Provision) polegające na wynajmowaniu oprogramowania za pośrednictwem internetu za miesięczną opłatę abonamentową. Usługa skierowana jest głównie do małych i średnich przedsiębiorstw i opiera się przede wszystkim na systemach aplikacyjnych CDN. Z kolei CDN-Compact Disc Novelty jest producentem oprogramowania przeznaczonego głównie dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz oprogramowania ERP (Enterprise Resource Planning) wspomagającego zarządzanie przedsiębiorstwem w zakresie planowania i zarządzania zasobami, adresowanego przede wszystkim do dużych podmiotów o rozbudowanej strukturze organizacyjnej.

ComArch posiada również udziały w portalu internetowym Interia.pl, należącym do czołówki najpopularniejszych polskich portali, oraz w spółce NetBrokers Sp. z o.o., która działa w sektorze e-commerce oferując swoim klientom wirtualny rynek towarowy.

GRUPA KAPITAŁOWA COMARCH S.A.			
Nazwa	Przedmiot działalności	Udział w kapitale zakładowym	Udział w ogólnej liczbie głosów
ComArch Kraków S.A. w Krakowie	Rozwój, wdrożenie i integracja systemów informatycznych, która obejmuje oprogramowanie, sprzęt komputerowy i sieciowy oraz usługi wdrożeniowe, szkoleniowe i eksploatacyjne	99,99%	99,99%
ComArch Global, Inc. w Waszyngtonie	Sprzedaż oprogramowania i usług na rynek amerykański	90,00%	90,00%
ComArch Software AG we Frankfurcie	Sprzedaż oprogramowania i usług na rynek niemiecki	73,72%	73,72%
ComArch Internet Ventures S.A. w Krakowie	Dostarczanie oprogramowania w modelu ASP dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw	99,99%	99,99%
CDN Compact Disc Novelty S.A.*	Produkcja oprogramowania, wytwarzanie i integracja systemów informatycznych dla biznesu	60,00%	60,00%
Fideltronik ComArch Sp. z o.o.**	Sprzedaż i rozwój komputerów sieciowych i internetowych przystawek telewizyjnych	50,00%	50,00%
Interia.pl S.A. w Krakowie	Portal internetowy	37,50%	48,99%
NetBrokers Sp. z o.o. w Krakowie	Prowadzenie wirtualnego rynku towarowego	30,00%	30,00%

*Spółka pośrednio zależna poprzez ComArch Internet Ventures S.A.

**Spółka nie rozpoczęła działalności

PODSTAWOWE PRODUKTY I RYNKI DZIAŁALNOŚCI

Oferta ComArchu skierowana jest do dużych i średnich przedsiębiorstw będących największymi odbiorcami zaawansowanych technologii informatycznych. Oferta Grupy ComArch obejmuje oprogramowanie, sprzęt komputerowy i sieciowy oraz usługi wdrożeniowe, szkoleniowe i eksploatacyjne skierowane głównie do podmiotów działających w sektorach: telekomunikacyjnym, finansowym, usługowym, a także dla sektora publicznego. Do podstawowych produktów oraz usług oferowanych przez Grupę ComArch należą:

- Systemy dla operatorów telekomunikacyjnych (System Obsługi Operatora Telekomunikacyjnego TYTAN, system do zarządzania infrastrukturą telekomunikacyjną i infrastrukturą IT Insight Net);
- Systemy dla sektora finansowego (specjalistyczne systemy do obsługi instytucji finansowych w zakresie obrotu papierami wartościowymi ORLANDO, System obsługi towarzystw ubezpieczeniowych SUBREA, System zarządzania firmą leasingową EGERIA-LEASING, oraz system Aurum ABC);
- Systemy internetowe i E-commerce (Systemy CRM służące zarządzaniu kontaktami z wieloma klientami jednocześnie, Systemy Bezpieczeństwa i Ochrony Danych, Systemy dla Portali oraz Systemy Zarządzania Dokumentami);
- Usługi typu „Professional Services”, obejmujące projektowanie, rozwój i wdrażanie oprogramowania, integrację systemów, zarządzanie IT oraz serwis i outsourcing;
- Systemy tworzone pod określone zamówienie klienta, tzw. „systemy pod klucz”, kierowane do różnego rodzaju odbiorców;
- Oprogramowanie dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz systemy ERP (systemy wspomagające zarządzanie przedsiębiorstwem w zakresie planowania i zarządzania zasobami) dla dużych podmiotów;
- Usługi ASP (Application Service Provision) polegające na wynajmowaniu oprogramowania za pośrednictwem internetu za stałą miesięczną opłatą abonamentową.

SPRZEDAŻ I ODBIORCY

W minionym roku, podobnie jak w latach poprzednich głównym odbiorcą produktów ComArchu był sektor telekomunikacyjny, z którego pochodziło 55,4 proc. uzyskanych przychodów. W porównaniu z rokiem 2000 sprzedaż dla operatorów telekomunikacyjnych wzrosła o 37,4 proc. osiągając wartość 85,7 mln zł. Na drugim miejscu pod względem znaczenia uplasował się sektor bankowo – finansowy, który nabył w roku 2001 produkty i usługi o wartości 29,2 mln zł (wzrost w skali roku o 19,2 proc.), co stanowiło 18,9 proc. łącznej wielkości zrealizowanej sprzedaży. W porównaniu z rokiem poprzednim spadło znaczenie sektorów przemysłowego i usługowego, które łącznie wygenerowały 23,2 mln zł, co oznacza spadek o 28,2 proc. Mimo najniższej wartości sprzedaży dla pozostałych odbiorców (w tym także sektora publicznego) sprzedaż dla tej grupy wzrosła w największym stopniu, bo aż o 111,4 proc. z 7,8 mln zł do 16,6 mln zł, co spowodowane było głównie rozpoczęciem realizacji Systemu Wspomagania Dowodzenia Komendy Miejskiej Policji w Krakowie.

STRUKTURA SPRZEDAŻY COMARCH S.A. W PODZIALE NA ODBIORCÓW					
	2000	Struktura %	2001	Struktura %	Dynamika 2001/2000
Operatorzy telekomunikacyjni	62 359	49,1%	85 701	55,4%	19,2%
Banki i instytucje finansowe	24 538	19,3%	29 249	18,9%	37,4%
Przemysł i usługi	32 303	25,4%	23 192	15,0%	-28,2%
Pozostałe (w tym sektor publiczny)	7 846	6,2%	16 590	10,7%	111,4%
Razem	127 046	100,0%	154 732	100,0%	21,8%

Niepokój budzi koncentracja przychodów z sektora telekomunikacyjnego na niewielkiej liczbie znaczących klientów, co w przypadku utraty jednego z nich może doprowadzić do obniżenia się całkowitej sprzedaży. Przykładem tego zjawiska może być rok 2000, kiedy to spadek udziału przychodów generowanych na kontraktach z Telekomunikacją Polską do ok. 13 mln zł był jedną z podstawowych przyczyn obniżenia się przychodów ze sprzedaży o 9,8 proc. oraz wyniku netto o prawie połowę. W roku 2001 całkowita wartość sprzedaży dla narodowego operatora ukształtowała się na poziomie 40,6 mln zł (26,3 proc. udziału w sprzedaży i 47,4 proc. przychodów z sektora telekomunikacyjnego) i to właśnie dzięki ożywieniu współpracy z TP S.A. ComArch uzyskał dodatnią

dynamikę wzrostu. Choć spółka podejmuje szereg działań mających na celu dywersyfikację źródeł przychodów, w tym także poprzez rozwój sprzedaży eksportowej, to nadal znaczny udział jednego klienta jest jednym z podstawowych czynników ryzyka operacyjnego.

Analiza struktury sprzedaży w podziale na rodzaj oferowanych produktów wskazuje na wzrost znaczenia przychodów z usług, które w roku 1999 dostarczyły 32,6 proc. przychodów, w roku 2000 36,6 proc., a w roku 2001 już 42 proc. Z kolei w tym samym okresie spadał udział sprzedaży sprzętu komputerowego z 42,9 proc. w roku 1999 do 39,0 proc. w zakończonym roku obrotowym. Najmniejsze znaczenie pod tym względem posiada sprzedaż oprogramowania, co budzi zdziwienie biorąc pod uwagę profil działalności Spółki. W roku 1999 przychody z tego źródła stanowiły 24,5 proc. wartości zrealizowanej sprzedaży, by w kolejnych dwóch latach spadać do 24,1 proc. i 19,0 proc. Należy przy tym zauważyć, że nie był to wyłącznie spadek względny wywołany zwiększeniem sprzedaży innych produktów, bowiem w ostatnich trzech latach nominalnie przychody ze sprzedaży oprogramowania osiągnęte przez ComArch malały z 34,5 mln zł w roku 1999, 30,6 mln zł w 2000 roku do 29,3 mln zł w zakończonym roku obrotowym. Może to świadczyć nie tylko o zaostrzającej się konkurencji oraz o spadku zamówień na nowe produkty wywołanym ograniczeniem wydatków na informatykę, ale także o wypieraniu produktów firmy przez produkty konkurencyjne.

STRUKTURA RODZAJOWA SPRZEDAŻY COMARCH S.A.					
	2000	Struktura %	2001	Struktura %	Dynamika 2001/2000
Usługi	46 531	36,60%	65 049	42,00%	39,8%
Oprogramowanie	30 557	24,10%	29 278	19,00%	-4,2%
Sprzęt komputerowy	49 958	39,30%	60 405	39,00%	20,9%

Jak już wcześniej wspomniano jednym ze sposobów dywersyfikacji źródeł przychodów oraz zwiększania ich wielkości jest rozwój działalności eksportowej. W roku 2001 przychody z zagranicznej sprzedaży produktów i usług wyniosły 6,65 mln zł i były niższe od osiągniętych w roku 2000 o 0,2 proc. Znacznie lepiej prezentuje się natomiast dynamika zmian wielkości sprzedaży na rynki zagraniczne w ujęciu skonsolidowanym, ponieważ przychody Grupy ComArch z tego tytułu wyniosły w zakończonym roku obrotowym 11,18 mln zł i były wyższe niż rok wcześniej o 34,3 proc., a zgodnie z prognozami Spółki tegoroczna sprzedaż eksportowa Grupy może wzrosnąć nominalnie nawet o 100 proc. Choć podpisanie w pierwszych miesiącach bieżącego roku umowy na sprzedaż systemu Tytan do jednego z krajów Bliskiego Wschodu ułatwi realizację planów zwiększenia udziału eksportu w całkowitej sprzedaży, to jednak w naszej opinii planowany wzrost nie będzie tak duży jak życzyłyby sobie tego władze Spółki. Jednym z powodów takiej prognozy jest wolniejsze niż przewidywano jeszcze niedawno tempo przezwyciężania kryzysu w branży informatycznej na rynku amerykańskim, a także przewidywany zaledwie 0,7 proc. wzrost europejskiego rynku IT.

STRUKTURA TERYTORIALNA SPRZEDAŻY COMARCH S.A. I GRUPY COMARCH					
COMARCH S.A.	2000	Struktura %	2001	Struktura %	Dynamika 2001/2000
Kraj	120 382	94,8%	148 083	95,7%	23,0%
Eksport	6 664	5,2%	6 649	4,3%	-0,2%
Razem	127 046	100,0%	154 732	100,0%	21,8%
GRUPA COMARCH	2000	Struktura %	2001	Struktura %	Dynamika 2001/2000
Kraj	119 341	93,5%	168 128	93,8%	40,9%
Eksport	8 323	6,5%	11 179	6,2%	34,3%
Razem	127 664	100,0%	179 307	100,0%	40,5%

COMARCH NA TLE KONKURENCJI

Porównanie podstawowych parametrów finansowych ComArch S.A. z największymi konkurentami z branży informatycznej wskazuje na znacznie lepszą od średniej dynamikę wyników finansowych spółki w roku 2001. Dotyczy to nie tylko dynamiki sprzedaży, ale także wzrostu zysku brutto ze sprzedaży, zysku operacyjnego, jak również zysku netto. Znacznie gorzej wypada jednak porównanie

odpowiednich wielkości z rokiem 1999, w tej perspektywie bowiem na wszystkich poziomach wynikowych ComArch zajmuje ostatnią pozycję, plasując się znacznie poniżej średniej. Dane te w zestawieniu z wcześniej przedstawionymi informacjami potwierdzają podstawowe znaczenie kontraktów z Telekomunikacją Polską dla kreacji wyników Spółki.

Znacznie gorzej od konkurentów ComArch wypada także pod względem rentowności prowadzonej działalności. Dotyczy to zarówno marży brutto ze sprzedaży, jak również marży operacyjnej oraz marży zysku brutto. Jedynie pod względem osiągniętej marży zysku netto Spółka zajmuje pierwsze miejsce w porównywanej grupie. Wiąże się to z rozpoczęciem działalności w Specjalnej Strefie Ekonomicznej w Krakowie, co skutkuje obniżeniem realnej stawki podatkowej do ok. 10 proc. Podstawowym powodem gorszej rentowności są w naszej ocenie wysokie koszty wytworzenia sprzedanych produktów, które w przypadku ComArchu stanowią 91,2 proc. wartości przychodów ze sprzedaży produktów, podczas gdy dla konkurentów wskaźnik ten jest znacznie niższy i wynosi: dla Computerlandu 56,6 proc., dla Prokomu 54,9 proc., a dla Softbanku 43,3 proc.

PORÓWNANIE WIELKOŚCI FINANSOWYCH COMARCH ZE ŚREDNIĄ DLA WYBRANYCH SPÓŁEK BRANŻY INFORMATYCZNEJ					
	Computerland	Prokom	Softbank	średnia	ComArch
Przychody ze sprzedaży 2001 (tys. zł)	536 412	841 077	407 486	594 992	154 732
<i>Dynamika przychodów '01/'00</i>	15,1%	1,7%	4,1%	6,9%	21,8%
<i>Dynamika przychodów '00/'99</i>	6,5%	31,1%	22,0%	19,9%	-9,8%
<i>Dynamika przychodów '01/'99</i>	22,5%	33,3%	27,1%	27,6%	9,9%
Wynik operacyjny 2001 (tys. zł)	45 618	126 179	33 010	68 269	9 915
<i>Dynamika wyniku operacyjnego '01/'00</i>	21,8%	32,7%	-26,9%	9,2%	79,9%
<i>Dynamika wyniku operacyjnego '00/'99</i>	39,8%	-20,1%	-36,9%	-5,7%	-77,1%
<i>Dynamika wyniku operacyjnego '01/'99</i>	70,2%	6,0%	-53,9%	7,5%	-58,9%
Wynik netto 2001 (tys. zł)	30 370	56 241	23 458	36 690	10 479
<i>Dynamika wyniku netto '01/'00</i>	24,9%	-52,0%	-31,2%	-19,4%	42,8%
<i>Dynamika wyniku netto '00/'99</i>	51,1%	28,8%	-33,6%	15,5%	-48,4%
<i>Dynamika wyniku netto '01/'99</i>	88,8%	-38,1%	-54,3%	-1,2%	-26,3%
Marża brutto ze sprzedaży					
2001	37,6%	33,9%	17,5%	29,7%	17,0%
2000	36,6%	28,2%	21,2%	28,7%	15,2%
1999	33,0%	35,9%	30,7%	33,2%	22,8%
Marża operacyjna					
2001	8,5%	15,0%	8,1%	10,5%	6,4%
2000	8,0%	11,5%	11,5%	10,3%	4,3%
1999	6,1%	18,9%	22,3%	15,8%	17,1%
Marża netto					
2001	5,7%	6,7%	5,8%	6,1%	6,8%
2000	5,2%	14,2%	8,7%	9,4%	5,8%
1999	3,7%	14,4%	16,0%	11,4%	10,1%

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych

PORTFEL ZAMÓWIEŃ I PROGNOZY SPRZEDAŻY

Zgodnie z informacjami uzyskanymi od Spółki tegoroczny portfel zamówień po pierwszych pięciu miesiącach bieżącego roku osiągnął wartość ok. 80 mln zł i wielkość ta nie różnił się znacząco od wielkości w analogicznym okresie poprzedniego roku. Jednocześnie analizując jego strukturę można zauważyć zmniejszenie liczby podpisywanych umów, co wskazuje na wzrost ich jednostkowej wartości. Może to także świadczyć o trudności w pozyskiwaniu kontraktów o mniejszej wartości, co wynika z nasilającej się konkurencji w tej części rynku i dalszego ograniczania wydatków inwestycyjnych przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Znajduje to także odbicie w danych finansowych za pierwszy kwartał tego roku, który okazał się dla ComArchu bardzo nieudany. Biorąc pod uwagę fakt, że przychody spółki w tym okresie spadły w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku o 47 proc. osiągając wartość 20,4 mln zł sądzimy, że spółce bardzo trudno będzie uzyskać realny wzrost wielkości sprzedaży w 2002 roku. Także działania zmierzające do

dywersyfikacji bazy klientów mogą nie przynieść na razie spodziewanych efektów, co przy niższych zakładanych przez nas wpływach z kontraktów z TP S.A. znajdzie niekorzystny efekt w postaci znacznego zmniejszenia dynamiki wzrostu. Mimo optymistycznych prognoz dotyczących zwiększenia sprzedaży eksportowej sądzimy, że nominalny wzrost przychodów z tego tytułu o 100 proc. jest mało realny i w naszej prognozie przyjęliśmy go na poziomie 50 proc., co tylko częściowo zrekompensuje stagnację sprzedaży na rynku krajowym. Uważamy, że w całym roku 2002 wielkość sprzedaży ComArch S.A. osiągnie wartość 157,1 mln zł, czyli będzie wyższa niż w poprzednim roku obrotowym o 1,5 proc.

ZNACZĄCE KONTRAKTY PODPISANE PRZEZ COMARCH S.A. W OKRESIE OSTATNICH 12 MIEŚCY			
data podpisania	Strona	Wartość	Przedmiot
maj 2002	operator z Bliskiego Wschodu	0,5 mln USD	wdrożenie Systemu Bilingowego TYTAN
maj 2002	TP S.A.	0,912 mln euro	aneks do umowy z TP S.A. z marca 2002
kwiecień 2002	PTC	1,25 mln USD	wdrożenie Systemu InsightNet
marzec 2002	TP S.A.	7,656 mln zł	asysta techniczna Systemu TYTAN
grudzień 2001	NBP	bd	wdrożenie Systemu Zarządzania Personelem EGERIA
październik 2001	TUIR Warta	bd	wdrożenie Systemu AURUM Customer Care
wrzesień 2001	ING TFI	bd	wdrożenie Systemu ORLANDO-EFOS
wrzesień 2001	BIG Finance	bd	wdrożenie Systemu ORLANDO-EFOS
lipiec 2001	Coca Cola Polska	bd	wdrożenie systemu obsługi przedstawicieli handlowych
czerwiec 2001	PTC	bd	wykonanie systemu monitorującego sieć GSM
czerwiec 2001	Pracownicze Towarzystwo Emerytalne TP S.A.	bd	wdrożenie Systemu ORLANDO-EFOS
czerwiec 2001	Siemens Finanse	bd	wdrożenie Zintegrowanego Systemu Zarządzania EGERIA-Leasing
czerwiec 2001	BA Creditanstalt Leasing Poland	bd	wdrożenie Zintegrowanego Systemu Zarządzania EGERIA-Leasing
czerwiec 2001	WBK Finanse & Leasing	bd	zrealizowanie Aplikacji Internetowej dla Przedstawicieli Handlowych

PLANY INWESTYCYJNE

Charakterystyczną cechą rynku informatycznego jest szybkie starzenie się produktów, co stwarza konieczność ciągłego ich doskonalenia oraz poszukiwania nowych rozwiązań mogących być źródłem przewagi konkurencyjnej. Jednocześnie branża IT jest na tyle atrakcyjna, a bariery wejścia niskie, że konkurencja jest duża i to nie tylko ze strony podmiotów krajowych, ale także zagranicznych. Tym bardziej istotne staje się nie tylko przedstawienie kompleksowej oferty produktów spełniających najwyższe standardy światowe, ale także umiejętne uplasowanie ich na rynku poprzez skuteczną promocję i marketing. Na tak konkurencyjnym i cyklicznym rynku utrzymanie zadowalającej dynamiki sprzedaży jest rzeczą trudną i wymagającą wielu nakładów. Aby sprostać tym wymaganiom spółka zamierza w tym roku przeznaczyć 40 mln zł pozyskanych z emisji obligacji zamiennych na akcje serii H na następujące cele

- wydatki na wzmocnienie sprzedaży zagranicznej – do 10 mln zł, w tym także poprzez dokapitalizowanie zagranicznych spółek zależnych lub przejęcia i joint-ventures z innymi podmiotami działającymi na rynkach zagranicznych;
- wydatki na wytworzenie nowych i modernizację istniejących produktów – do 30 mln zł. W tej grupie wydatków środki przeznaczone mają być głównie na umiędzynarodowienie produktów spółki oraz poszerzenie oferty produktów w zakresie działalności usługowej, także poprzez inwestycje kapitałowe w spółki posiadające produkty uzupełniające dotychczasową ofertę ComArch.

OBLIGACJE ZAMIENNE NA AKCJE

Aby zrealizować plany inwestycyjne spółka zdecydowała się wyemitować obligacje zamienne na akcje serii H. Emisja została przeprowadzona w połowie bieżącego roku, kiedy to wybrani inwestorzy nabyli 4 000 obligacji o wartości nominalnej 10 000 zł. Oprocentowanie obligacji zostało ustalone na 7,5 proc., okres odsetkowy wynosił będzie 6 miesięcy, a daty wypłaty odsetek będą wypadały w drugiej dekadzie października i kwietnia. Każda obligacja może zostać zamieniona na 175 akcji, przy czym cena konwersji została ustalona na 57,10 zł. Oznacza to, że w przypadku zamiany wszystkich wyemitowanych obligacji liczba akcji Spółki może wzrosnąć o 700 000, a kapitał zakładowy wzrosnąć z obecnych 7,228 mln zł do 7,928 mln zł. Nie zamienione obligacje zostaną ostatecznie wykupione 12 kwietnia 2007 roku. Wykup nastąpi poprzez wypłatę wartości nominalnej powiększonej o premię w wysokości 25,59 proc. W przypadku wcześniejszego wykupu, do którego Spółka zostanie zmuszona w skutek naruszenia warunków emisji wypłacona zostanie wartość nominalna obligacji powiększona o premię w wysokości 17,78 proc. jeżeli wykup nastąpi przed upływem trzech lat od przydziału obligacji lub o premię w wysokości 29,43 proc. wartości nominalnej, jeżeli wcześniejszy wykup nastąpi po upływie trzech lat od daty przydziału. W obu przypadkach Spółka będzie musiała także zapłacić należne odsetki za trwający okres kuponowy.

ComArch może wcześniej wykupić obligacje w celu ich umorzenia jednak nie wcześniej niż po upływie 3 lat po dacie emisji pod warunkiem, że średni kurs zamknięcia akcji Spółki z co najmniej 31 kolejnych dni notowań giełdowych będzie wyższy od ceny konwersji co najmniej o 30 proc. W takim przypadku Spółka będzie zmuszona dodatkowo zapłacić oprócz wartości nominalnej i należnych odsetek premię w wysokości 15,46 proc. wartości nominalnej.

Decyzję o pozyskaniu kapitału na rozwój w drodze emisji obligacji zamiennych na akcje uważamy za słuszną. Z reguły jest to bowiem tańsze źródło pozyskania kapitału od innych dostępnych form finansowania zewnętrznego, a w okresach niskiej wyceny rynkowej akcji korzystniejsze dla akcjonariuszy od finansowania kapitałem własnym w postaci nowych emisji. W tym jednak przypadku opierając się na przeprowadzonej wycenie emisji mamy wątpliwości, czy niesie ona za sobą wymienione korzyści. Uważamy, że warunki zaproponowane nabywcom obligacji są bardziej korzystne dla nich niż dla dotychczasowych akcjonariuszy. Według naszej wyceny fair value jednej obligacji wynosiła w momencie emisji 11 290 zł, co oznacza, że uzyskane wpływy pieniężne były niższe od teoretycznych o ok. 6 mln zł. W naszej opinii fakt ten wpływa na obniżenie wartości akcji, a korzyści jakie powinny wystąpić w przypadku finansowania hybrydowego nie występują. W naszym przekonaniu czyste finansowanie zewnętrzne przy tak korzystnych wskaźnikach zadłużenia, jakimi charakteryzuje się ComArch S.A. z punktu widzenia właścicieli Spółki byłoby bardziej wskazane.

PROGRAM MOTYWACYJNY – AKCJE SERII F

Kolejnym czynnikiem, który wpływa na obniżenie wartości akcji Spółki jest konieczność wykupienia od subemitenta usługowego akcji serii F, które zostały wyemitowane w ramach Programu Motywacyjnego dla Kadry Zarządzającej. Zgodnie z uchwałą akcjonariuszy z dnia 15 października 1999 roku wielkość emisji wyniosła 70 tys. akcji o wartości nominalnej 2 zł. Akcje te w momencie emisji objęte zostały przez subemitenta usługowego i miały być zaoferowane osobom objętym Programem w latach 2001 i 2002. Cena emisyjna została ustalona jako średnia arytmetyczna z 60 sesji GPW poprzedzających dzień jej ustalenia, pomniejszona o 25 proc. i wyniosła 94,12 zł. Cena nabycia akcji objętych Programem przez osoby uprawnione miała być sumą ceny emisyjnej oraz ustalonego w regulaminie Programu kosztu pieniądza. W praktyce Program pozostał martwy, co zgodnie z warunkami emisji nakłada na Spółkę obowiązek nabycia wszystkich nieobjętych akcji celem ich umorzenia z czystego zysku. Ponieważ po dacie emisji został przeprowadzony split akcji w stosunku 1:2 transakcja będzie dotyczyła 140 tys. akcji serii F o wartości nominalnej 1 zł, których jednostkowa cena emisyjna wyniosła po splicie 47,06 zł. Zgodnie z naszymi wyliczeniami odkupienie powinno nastąpić po cenie ok. 65 zł za jedną akcję, co będzie się wiązało z wypływem ze Spółki środków pieniężnych w kwocie 9,1 mln zł, a więc prawie tyle ile wyniósł zysk netto w 2001 roku. Nominalnie spowoduje to spadek wartości kapitału własnego przypadającego na jedną akcję o ok. 93 grosze, co uwzględniając stosunek ceny rynkowej do wartości księgowej powinno spowodować obniżenie kursu o ok. 2,1 zł. Wpływ środków pieniężnych oraz wynikający z niego spadek wartości kapitału własnego uwzględniliśmy w naszej wycenie.

PROGRAM OPCJI MENEDŻERSKICH

Kolejnym kontrowersyjnym elementem strategii motywowania władz spółki do efektywniejszego działania jest program opcji menedżerskich opracowany dla prezesa zarządu Janusza Filipiaka, a zaakceptowany uchwałą akcjonariuszy z grudnia 2001 roku. Nie byłoby w tym nic dziwnego, gdyby nie fakt, że prezes Filipiak jest jednocześnie głównym akcjonariuszem ComArch S.A. i wzrost wartości posiadanego pakietu akcji sam w sobie powinien stanowić czynnik motywujący. Wartość przydzielonej opcji w trzech kolejnych latach trwania programu ma być równa 5 proc. przyrostu kapitalizacji spółki w latach 2002 – 2004. Realizacja opcji będzie polegać na zaoferowaniu prezesowi akcji serii G1, G2, G3 w ilości i po cenie ustalonej przez Radę Nadzorczą tak, aby ich łączna wartość była równa wartości opcji. Aby realizacja programu była możliwa zarząd Spółki został upoważniony do jednego lub większej liczby podwyższeń kapitału zakładowego o kwotę 1 100 000 zł (milionu stu tysięcy złotych) w ramach kapitału docelowego. Sytuację taką oceniamy negatywnie z punktu widzenia pozostałych akcjonariuszy z dwóch podstawowych powodów. Po pierwsze oznacza to zmniejszenie ich udziału we wzroście wartości spółki, a po drugie stwarza zagrożenie zwiększoną podażą akcji w okresach realizacji uprawnień Prezesa w celu skorzystania z przysługującego prawa. W naszej ocenie wpływa to na zwiększenia ryzyka związanego z akcjami Spółki, co uwzględniliśmy w naszej wycenie przy szacowaniu premii za ryzyko rynkowe.

WYBRANE POZYCJE RACHUNKU WYNIKÓW COMARCH S.A.

tys. zł	XI/96-X/97	X/97-XII/98	1999	2000	2001
Przychody ze sprzedaży	11 623	63 710	140 849	127 046	154 732
Zysk operacyjny	1 437	12 733	24 112	5 511	9 915
Zysk brutto	1 369	13 017	24 282	8 173	11 598
Zysk netto	712	7 583	14 209	7 336	10 479
Zysk netto na jedną akcję	0,20	1,55	2,33	1,01	1,45

WYBRANE POZYCJE BILANSU COMARCH S.A.

tys. zł	31.X.1997	1998	1999	2000	2001
Aktywa	3 965	40 762	77 787	154 438	158 437
Majątek trwały	1 142	2 757	30 094	90 140	94 991
Rzeczowy majątek trwały	784	1 937	24 879	43 145	30 238
Finansowy majątek trwały	217	436	2 856	39 130	54 310
Majątek obrotowy	2 656	37 922	47 021	63 976	62 837
Zapasy	548	4 083	5 244	9 971	8 859
Należności krótkoterminowe	1 635	30 154	36 731	50 098	43 243
Środki pieniężne	473	3 685	5 046	3 907	10 735
Pasywa	3 965	40 762	77 787	154 438	158 437
Kapitał własny	1 925	9 333	36 246	118 853	129 332
Zobowiązania długoterm.	-	-	-	-	-
Zobowiązania krótkoterm.	1 930	30 121	36 296	30 671	23 345
Wartość księgową na akcję	0,39	1,91	5,95	16,44	17,89

WYBRANE WSKAŹNIKI FINANSOWE COMARCH S.A.

	XI/96-X/97	X/97-XII/98	1999	2000	2001
Marża brutto ze sprzedaży	31,6%	31,9%	22,8%	15,2%	17,0%
Marża zysku operacyjnego	12,4%	20,0%	17,1%	4,3%	6,4%
Marża zysku brutto	11,8%	20,4%	17,2%	6,4%	7,5%
Marża zysku netto	6,1%	11,9%	10,1%	5,8%	6,8%
ROE	44,3%	115,5%	62,3%	9,5%	8,4%
ROA	20,0%	29,1%	24,0%	6,3%	6,7%
Wskaźnik płynności bieżącej	1,38	1,26	1,30	2,09	2,69
Wskaźnik płynności szybkiej	1,09	1,12	1,15	1,76	2,31
Stopa zadłużenia	48,7%	73,9%	46,7%	19,9%	14,7%

Źródło: Sprawozdania finansowe, obliczenia własne.

ANALIZA SWOT

MOCNE STRONY I SZANSE

- Działanie w perspektywicznej branży
- Wysoka jakość oferowanych produktów
- Działalność eksportowa
- Wzrost nakładów na informatykę w perspektywie wstąpienia do Unii Europejskiej
- Rozwój internetu, outsourcingu i modelu ASP
- Poprawa sytuacji gospodarczej i wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw

SŁABE STRONY I ZAGROŻENIA

- Duża konkurencja w branży informatycznej
- Uzależnienie od głównych odbiorców
- Szybki cykl starzenia się produktów i konieczność ponoszenia znacznych nakładów inwestycyjnych
- Niekorzystne dla akcjonariuszy systemy motywacyjne dla kadry menedżerskiej i pracowników
- Silne uzależnienie sytuacji finansowej od koniunktury gospodarczej
- Niższy od głównych konkurentów poziom marż i rentowności
- Dominująca pozycja głównych udziałowców będących jednocześnie członkami władz spółki

Źródło: opracowanie własne

AUTORZY OPRACOWANIA

Roman Nowak

Tel. (32) 259 21 79

Fax. (32) 206 81 82 wew. 167

LISTA POK DM ELIMAR S.A.

Oddział CENTRALA Katowice

Al. Korfantego 79 A
40-161 Katowice
tel. (32) 206 82 81
tel. (32) 206 81 82

Oddział Bielsko – Biala

Ul. Cyniarska 36
tel./fax (33) 812 33 89

Oddział Gliwice

Ul. Zwycięstwa 14
tel./fax (32) 231 60 77

Oddział Sopot

Ul. Boh. Monte Cassino 60
tel./fax (58) 551 32 81

Oddział Sosnowiec

Ul. Mościckiego 21
tel./fax (32) 292 17 61

Oddział Warszawa

Al. Jana Pawła II 80/2
tel. (22) 637 31 50
fax. (22) 637 31 51

Oddział Kielce

Ul. Starodomaszowska 11
tel./fax (41) 344 45 25

Oddział Wrocław

Ul. Świętego Mikołaja 7
tel./fax (71) 785 82 05