

COMP

Ambitna prognoza w rękach urzędników

Spółka w swojej podstawowej działalności, czyli systemach bezpieczeństwa odczuła w ostatnim czasie skutki zastoju decyzyjnego w administracji publicznej. Realizacja ambitnej prognozy zależy więc będzie głównie od decydentów tego sektora. Pozytywnie wypadł przejęty w tym roku Novitus, którego wyniki pozwoliły Grupie na wykazanie wzrostu przychodów i EBIT. W Novitusie zapowiada się dobry III kwartał, a ostatnie miesiące roku to tradycyjnie bardzo dobry okres dla Grupy Comp. Najbliższe miesiące przyniosą szereg istotnych zdarzeń. Dominującym akcjonariuszem stanie się Prokom i w ślad za tym odbędzie się wezwanie, a Grupa powiększy się o wniesiony aportem przez Prokom Safe Computing.

poprzednia rekomendacja: *neutralnie*

akumuluj

Cena (28/08/2006)	80.3
Wycena	90.9

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2004	68.3	7.8	11.2	7.2	5.3	1.6	2.6	9.4	-	8.58	35.6	24.8	16.9%
2005	87.9	11.0	15.0	11.5	9.0	2.7	3.9	23.9	29.7	3.36	25.2	18.5	16.3%
2006p	159.4	17.2	21.4	17.0	13.6	4.1	5.3	41.3	19.8	1.94	16.1	12.9	12.4%
2007p	197.0	21.9	26.3	23.2	18.5	5.5	6.9	45.7	14.5	1.76	12.7	10.6	12.8%
2008p	237.3	25.6	30.1	28.1	22.5	6.7	8.1	50.2	11.9	1.60	10.9	9.2	14.0%

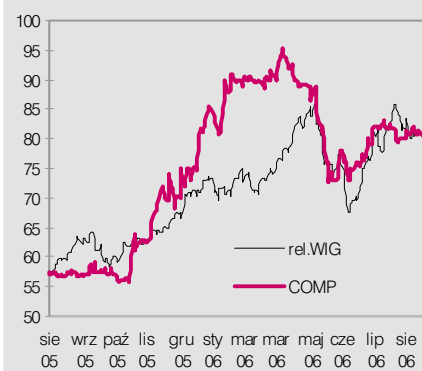
prognozy wyników Millennium DM, mln PLN

Ambitne prognozy. Wyniki pierwszego półrocza wypadają bardzo słabo wobec opublikowanych prognoz spółki. Oficjalna prognoza mówi bowiem o 185 mln PLN przychodów oraz 15 mln PLN zysku netto. Oznacza to, że realizacja prognozy przychodów po dwóch pierwszych kwartałach wynosi 26%, a zysku netto zaledwie 12%. Istnieją mimo to podstawy, by sądzić, że wynik roczny może być zbliżony do zapowiedzianego przez spółkę. Podstawową przesłanką jest struktura przychodów Compu według segmentów rynku. W ubiegłych latach 60% do 80% przychodów pochodziło z dwóch sektorów, a mianowicie publicznego i telekomunikacyjnego. Sektor publiczny, który był odpowiedzialny w ubiegłym roku za ponad 60% przychodów, jak powszechnie wiadomo popadł w marazm decyzyjny. Nie jest jednak sytuacją wyjątkową pośpieszne wykonywanie budżetów przez administrację w ostatnich dniach roku, więc i w bieżącym sytuacja ta będzie prawdopodobnie miała miejsce. Ponadto po pierwszym półroczu spółka wypracowała przychody w sektorze telekomunikacyjnym stanowiące 67% przychodów z tego sektora za cały rok ubiegły, co daje podstawę do oczekiwania znacznego wzrostu sprzedaży w tej części działalności firmy.

Novitus - dobry zakup. Wyniki Novitusa po I oraz II kwartale bieżącego roku pokazały, że zakup jego udziałów był dobrą decyzją. Spółka przy stabilnych przychodach nadal wypracowuje wysokie marże, po półroczu są one nawet wyższe niż w roku ubiegłym. W dodatku, dzięki objęciu od 1 września nowych licznych grup podatkowych obowiązkiem posiadania kas fiskalnych, trwający III kwartał może być bardzo dobry dla spółki.

Wezwanie podtrzyma kurs. Prokom po objęciu planowanej emisji akcji przekroczy próg 33% udziału w głosach, co pociągnie za sobą obowiązek ogłoszenia wezwania. Spodziewana w nim cena to 80 PLN. Nie jest to więc obecnie argument za inwestycją w walory spółki, jednak wpływa na ograniczenie ryzyka inwestycji.

Rekomendacja. Utrzymanie wysokich marż, duże prawdopodobieństwo dobrej końcówki roku oraz dalsze powiększanie Grupy skłaniają nas do rekomendowania akumulowania walorów Compu. Spółkę wyceniliśmy na 90.9 PLN za akację, co jest średnią z trzech wycen: DCF - 106.8 PLN, porównawczą do spółek krajowych 78.1 PLN oraz zagranicznych 72.0 PLN.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	55.8/95.2		
Liczba akcji (mln)*	3.34		
Kapitalizacja (mln PLN)	268		
EV (mln PLN)	278		
Free float (mln PLN)	97		
Średni obrót (mln PLN)	0.32		
Główny akcjonariusz	Jacek Papaj		
% akcji, % głosów	43.61/43.61		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	-2.1%	5.7%	39.7%
Zmiana rel. WIG20 (%)	0.3%	-2.4%	0.9%

* po planowanej emisji dla Prokomu

Adam Zajler
(022) 598 26 05
adam.zajler@millenniumdm.pl

Wyniki kwartalne

Rozpoczęcie pełnej konsolidacji Novitusa pozwoliło Grupie Comp w II kwartale zwiększyć przychody o 58% względem II kw.'05r. Łącznie po dwóch kwartałach wzrost ten wynosi 41%. Natomiast przychody jednostkowe Compu były niższe niż przed rokiem o 27%. Podstawową przyczyną niskich przychodów jednostkowych był trwający nadal w II kwartale zastój decyzyjny w administracji państwowej, która jest największym odbiorcą produktów i usług firmy. W ubiegłym roku sektor ten był odpowiedzialny za 60% przychodów, a rok wcześniej za 39%. Lepiej wygląda sytuacja w sektorze telekomunikacyjnym, z którego w ubiegłym roku pochodziło 18% przychodów (w 2004r. 34%). Po półroczu przychody z tej branży stanowią 67% sprzedaży zeszłorocznej, co zapowiada przekroczenie wyniku za 2005 rok.

Spółce mimo niższych przychodów jednostkowych udało się wypracować o 15% wyższy jednostkowy zysk operacyjny, który wyniósł 2.2 mln PLN. Była to zasługa wyższych marż na sprzedaży, gdyż przed rokiem jednostkowa marża na sprzedaży brutto wyniosła 35.4%, w minionym kwartale 48.6%.

Dwa z podmiotów z grupy, mianowicie Radcomp i Pacomp poniosły łącznie stratę operacyjną 1.8 mln PLN. Jedynie dzięki dobremu wynikowi Novitusa udało się uzyskać wyższy o 9% niż rok wcześniej skonsolidowany zysk operacyjny. Z uwagi na rozpoczęcie pełnej konsolidacji Novitusa od II kwartału bieżącego roku, wynik za I półrocze wygląda słabiej, gdyż EBIT jest niższy o 30% niż w I połowie 2005 roku.

Comp konsoliduje wyniki Novitusa metodą pełną posiadając 55.64% udziałów w jego kapitale oraz głosach na walnym. Oznacza to, że wpływ na wynik netto jest mniejszy niż na wyżej wymienione pozycje rachunku i strat. Poskutkowało to w minionym kwartale spadkiem wyniku netto. Spółka wykazała skonsolidowany zysk netto w wysokości 1.6 mln PLN, czyli o 15% niższy niż w II kw.'05r. Po półroczu bieżącego roku wynik ten jest gorszy od ubiegłorocznego o 49%.

Comp - skonsolidowane wyniki kwartalne

mln PLN	II			I-II		
	kw '06	kw '05	%	kw '06	kw '05	%
Przychody	28.2	17.9	58%	48.2	34.2	41%
Zysk b. na sprzed.	13.7	9.4	45%	21.9	18.1	21%
EBITDA	3.9	2.9	35%	6.8	6.5	5%
EBIT	2.2	2.0	9%	3.2	4.5	-30%
Zysk brutto	2.0	2.1	-1%	2.9	4.6	-38%
Zysk netto	1.6	1.9	-15%	1.8	3.5	-49%
Marża na sprzed.br.	48.5%	52.8%		45.5%	52.9%	
Marża EBIT	7.6%	11.0%		6.6%	13.2%	
Marża netto	5.8%	10.7%		3.7%	10.3%	

Źródło: Comp, Millennium DM

Comp - jednostkowe wyniki kwartalne

mln PLN	II			I-II		
	kw '06	kw '05	%	kw '06	kw '05	%
Przychody	13.0	17.9	-27%	27.3	33.3	-18%
Zysk b. na sprzed.	6.3	6.3	0%	11.0	12.8	-14%
EBITDA	2.3	2.2	5%	3.6	5.2	-31%
EBIT	1.4	1.3	15%	1.7	3.4	-49%
Zysk brutto	1.2	3.3	-64%	1.3	5.4	-76%
Zysk netto	0.9	3.0	-71%	1.5	4.6	-67%
Marża na sprzed.br.	48.6%	35.4%		40.2%	38.3%	
Marża EBIT	11.1%	7.0%		6.3%	10.2%	
Marża netto	6.6%	16.8%		5.6%	13.7%	

Źródło: Comp, Millennium DM

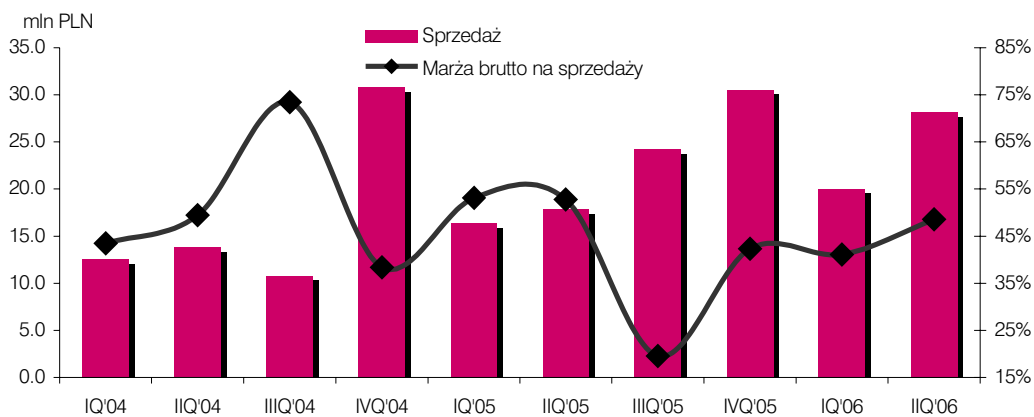
Struktura przychodów Comp w latach 2002-2004 bez Compu Rzeszów

	2003 (mln)	2004 (mln)	2005 (mln)	I poł.'06 (mln)	2004 (%)	2005 (%)	I poł.'06 (%)
Systemy komputerowe	41.7	24.9	30.5	10.7	36%	34%	22%
Sieci komputerowe i infrastruktura	16.6	10.2	10.1	4.9	15%	11%	10%
Korporacyjne systemy bezpieczeństwa	8.9	7.8	6.0	4.0	11%	7%	8%
Specjalne systemy bezpieczeństwa	10.3	18.2	40.3	7.8	27%	45%	16%
Oprogramowanie	0.6	1.7	1.9	2.1	2%	2%	4%
Pozostałe	5.6	5.4	0.2	18.7	8%	0%	39%
Razem	83.7	68.3	89.0	48.2			

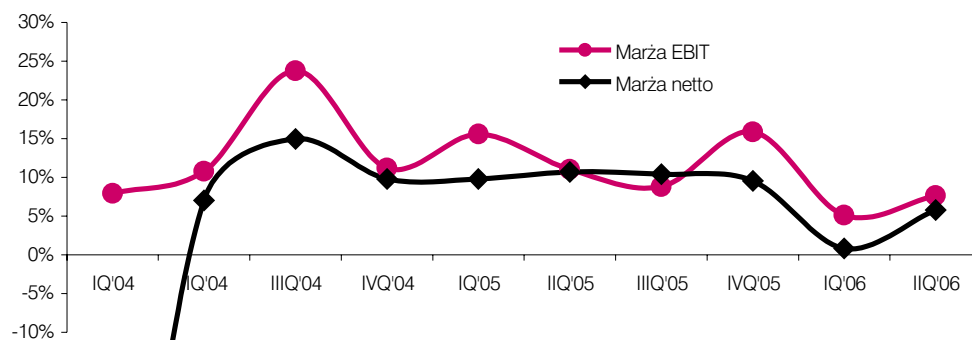
Sektor	2003 (mln)	2004 (mln)	2005 (mln)	I poł.'06 (mln)	2004 (%)	2005 (%)	I poł.'06 (%)
Administracja	36.2	26.7	53.1	11.6	39%	60%	24%
Telekomunikacyjny	29.2	23.3	16.1	10.8	34%	18%	22%
Przemysł i transport	9.6	6.6	7.5	1.7	10%	8%	4%
Finanse i bankowość	3.8	4.0	4.5	2.3	6%	5%	5%
Media	1.5	2.8	2.4	1.0	4%	3%	2%
Służba zdrowia	1.3	3.5	3.7	1.4	5%	4%	3%
Pozostałe	2.1	1.3	1.7	19.3	2%	2%	40%
Razem	83.7	68.3	89.0	48.2			

Źródło: COMP

COMP - skonsolidowane przychody ze sprzedaży i marża brutto na sprzedaży



COMP - skonsolidowane marże EBIT i marże netto



Źródło: Comp, Millennium DM

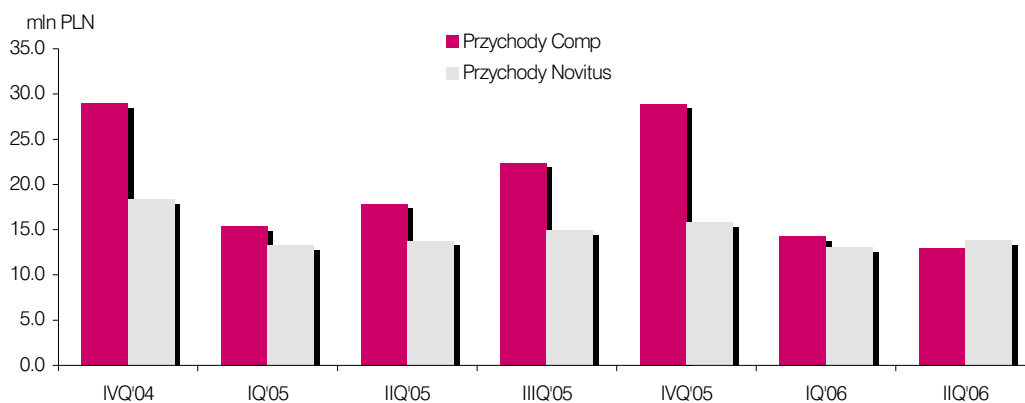
Udział spółek zależnych Compu w przychodach Grupy za I półrocze 2006r.

	Udział COMP w kapitale	Przychody (mln)	EBIT (mln)	Zysk netto (mln)
Grupa Comp	-	48.2	3.2	1.8
Comp		27.3	0.5	1.5
Radkomp*	66.9%	1.7	-1.4	-1.3
Pacomp	80.0%	1.8	-0.4	-0.4
Enigma	100.0%	2.0	1.0	0.8
Techlab 2000	30.0%	3.9	0.0	0.1
Novitus	55.6%	18.8	2.7	2.2

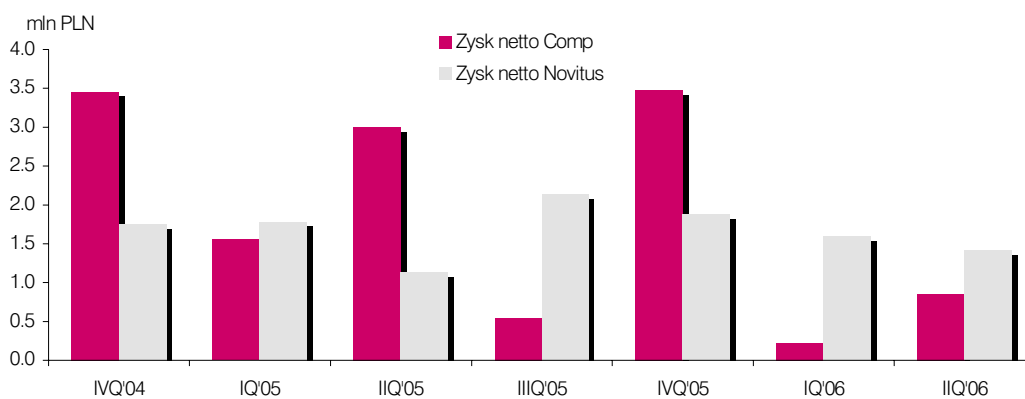
* udział w głosach na WZA 78.51%

Źródło: COMP, Millennium DM

Przychody jednostkowe Comp i Novitus



Zysk netto jednostkowy Comp i Novitus



Źródło: Comp, Novitus, Millennium DM

Novitus

Na pozytywną ocenę zasługują wyniki Novitusa, który osiąga przychody na stabilnym poziomie (w II kw.'06r. wyższe o 0.9% niż przed rokiem) utrzymując przy tym wysoką rentowność. Przeciętna rentowność operacyjna spółki to 13.6% (12.6% w II kw.'06r. i 9.9% w II kw.'05r.), a rentowność netto 11.4% (10.2% w II kw.'06r. i 8.2% w II kw.'05r.). W porównaniu do spółek branży IT są to wyniki należące do jednych z wyższych. Novitus dąży przy tym do zdwersyfikowania źródeł przychodów, dzięki czemu z podstawowego dla siebie rodzaju działalności - kas fiskalnych pochodziło 54% przychodów, z urzędzeń automatyki identyfikacji i wagi 25% (wzrost przychodów o 25%), a z innych urzędzeń 21% (wzrost przychodów o 16%).

Zysk netto Novitusa w II kw.'06r. wyniósł 2.2 mln PLN (z czego 56% przypada na Comp) wobec 0.9 mln PLN jednostkowego zysku netto Compa.

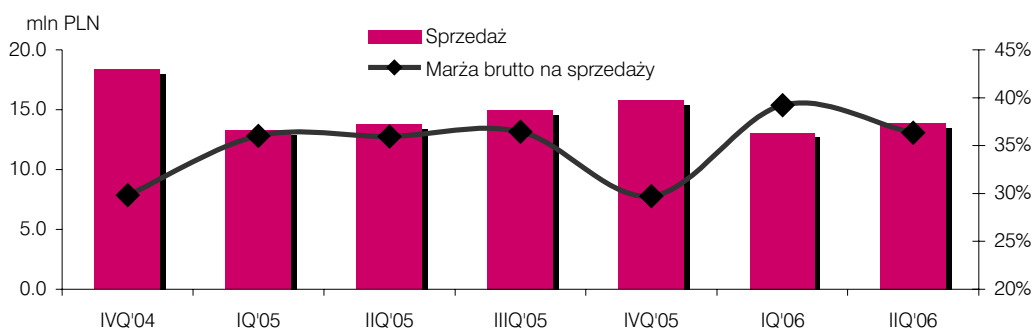
Dobrze zapowiada się ponadto III kwartał, gdyż od 1 września kolejna grupa podatników będzie musiała używać kas fiskalnych. Chodzi przede wszystkim o tzw. "sprzedawców bazarowych" handlujących sprzętem RTV, telefonami i sprzętem fotograficznym. Kasy muszą kupić też osoby sprzedające nagrane nośniki, takie jak płyty CD i DVD oraz jubilerzy, sprzedawcy silników i części zamiennych do samochodów.

Novitus - wyniki kwartalne

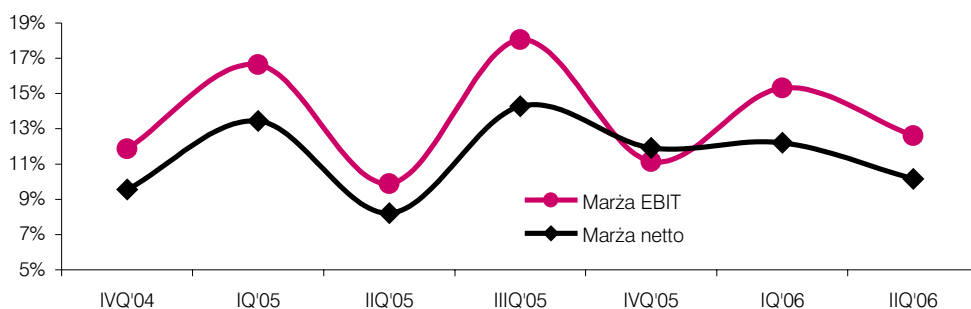
mln PLN	II kw '06	II kw '05	%	I-II kw '06	I-II kw '05	%
Przychody	13.9	13.8	0.9%	27.0	27.0	-0.2%
Zysk b. na sprzed.	5.0	4.9	2.0%	10.2	9.7	4.7%
EBITDA	2.4	2.0	24%	5.1	4.8	7.1%
EBIT	1.8	1.4	29%	3.8	3.6	5.3%
Zysk brutto	1.8	1.4	28%	3.8	3.6	5.2%
Zysk netto	1.4	1.1	25%	3.0	2.9	3.3%
Marża na sprzed.br.	36.3%	35.9%		37.7%	36.0%	
Marża EBIT	12.6%	9.9%		13.9%	13.2%	
Marża netto	10.2%	8.2%		11.2%	10.8%	

Źródło: Novitus, Millennium DM

Novitus - przychody ze sprzedaży i marża brutto na sprzedaży



Novitus - marże EBIT i marże netto



Źródło: Novitus, Millennium DM

Harmonogram przejęcia przez Prokom

Prokom jest znaczącym akcjonariuszem Compu od grudnia 2004 roku. Podejmując decyzję o wejściu do grona akcjonariuszy spółki, Prokom zapewnił sobie prawo do zakupu od prezesa i jednocześnie głównego akcjonariusza Jacka Papaja pakietu akcji dającego prawo do wyboru większości członków rady nadzorczej. Podpisana w lipcu między Prokodem, a prezesem Papajem umowa, jest doprecyzowaniem warunków na jakich dojdzie do objęcia przez Prokom pakietu akcji, dzięki któremu przekroczy 40% w Compie, co umożliwi wykonanie wspomnianych uprawnień.

Docelowo struktura kapitału ma wyglądać następująco: Prokom 40.1%, Jacek Papaj 23.2% i pozostali 36.7%.

Pierwszym etapem będzie emisja maksymalnie 581.2 tys. akcji, którą obejmie Prokom w zamian za aport w postaci spółki Safe Computing oraz prawa do urządzeń kryptograficznych (głównie szyfratorów IP Nefryt). Umowa przewiduje cenę emisyjną 80 PLN, co oznacza wycenę aportu na 46.5 mln PLN. Nie znając wartości rynkowej praw do szyfratorów Nefryt, nie jesteśmy w stanie jednoznacznie ocenić jak wysoka jest cena jaką ma zapłacić Comp za przejmowane aktywa. Biorąc pod uwagę sam Safe Computing, to płaciłby prawie dwudziestokrotność zeszłorocznego zysku netto, czyli możemy przyjąć, że cena za całość została ustalona na poziomie zbliżonym do wskaźników rynkowych (historyczne P/E dla spółek IT wynosi obecnie 22).

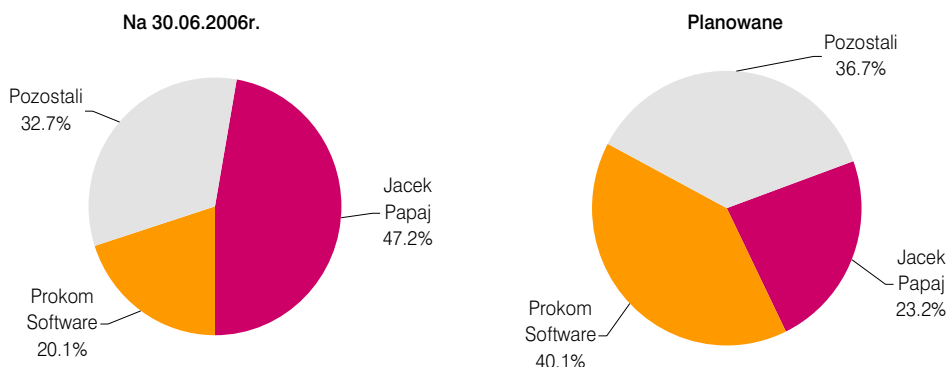
W okresie między decyzją walnego zgromadzenia o emisji, a jej realizacją prezes Papaj ma dodatkowo sprzedać około 8% akcji, co ma pozwolić na utrzymanie free-float na poziomie powyżej 35%.

Po objęciu emisji udział Prokomu w Compie wzrośnie do około 34%, co oznaczać będzie konieczność dokonania wezwania do sprzedaży akcji. Czynność ta jest przewidziana jako drugi etap połączenia. Gdyby wezwanie odbyło się w chwili obecnej cena w wezwaniu musiałaby być powyżej 84 PLN. Biorąc jednak pod uwagę spadek ceny, jaki nastąpił w maju, średnia 6-miesięczna notowań może ulec obniżeniu. Spodziewać się można wobec tego ceny zbliżonej do zapowiadanej ceny emisyjnej 80 PLN. Biorąc pod uwagę, że Prokomowi do pełnej kontroli nad Compem wystarczy przekroczenie progu 40%, co ma zapewnić umową z prezesem Papajem, będzie starał się ogłosić wezwanie z minimalną wymaganą ceną. Według wspomnianej umowy na wezwanie odpowie Jacek Papaj oferując do sprzedaży 166.7 tys. akcji. W razie wystąpienia redukcji zapisów, obejmie ona również pakiet prezesa Papaja i Prokom będzie zwolniony z kolejnych zakupów od prezesa (pomijając opisaną dalej opcję put).

Jeżeli na wezwanie odpowiedziałby jedynie prezes Jacek Papaj, to na mocy umowy Prokom dokupiłby jeszcze w ciągu 21 dni kolejny pakiet, tym razem 37 tys. akcji, po cenie jednakowej jak płacona w wezwaniu. Transakcja ta byłaby trzecim i ostatnim etapem połączenia, gdyż po niej Prokom będzie posiadał ponad 40% udziału w kapitale Compu.

Zawarte między Prokodem i Jackiem Papajem porozumienie przewiduje 3-letnią opcję put dla prezesa Papaja. Ma ona dać prezesowi prawo do sprzedaży Prokomowi 668 tys. akcji (po opisanych powyżej transakcjach będzie posiadał nieco powyżej 800 tys. akcji). Opcja ma zawierać warunki zawieszające, które oznaczają, że będzie ona gwarantować Jackowi Papajowi możliwość wyjścia ze spółki w razie dokonania przez Prokom zmian w zarządzie spółki, z którymi nie będzie się zgadzał.

Akcjonariat Comp przed i po przejęciu kontroli przez Prokom

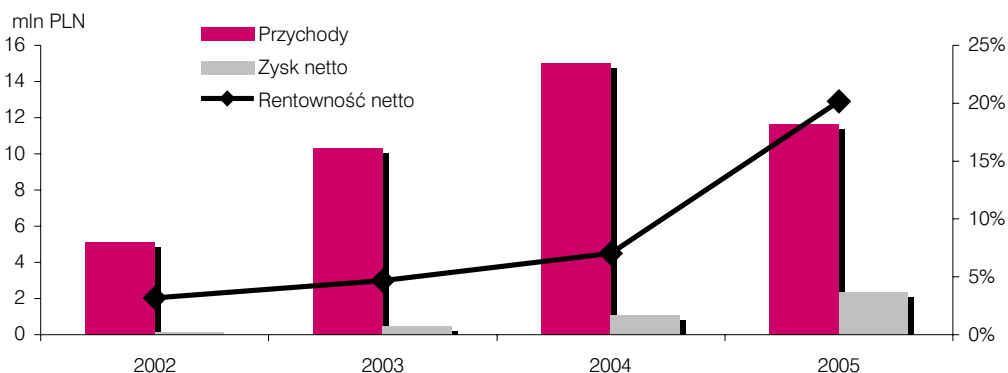


Źródło: COMP, Millennium Dom Maklerski S.A.

Safe Computing

Spółka w ostatnich latach wypracowywała przychody w przedziale 10-15 mln PLN. Poprawiała przy tym systematycznie wynik finansowy, który w 2005 roku wyniósł 2.4 mln PLN, co przy sprzedaży 11.7 mln oznacza rentowność netto 20.2%. Rok wcześniej rentowność netto Safe Computing wyniosła 7.0%, a w 2003 roku 4.7%.

Safe Computing - skonsolidowane przychody ze sprzedaży i marża brutto na sprzedaży



Źródło: Comp, Millennium DM

Inwestycja Prokomu w Safe Computing miała być alternatywą rozwoju systemów bezpieczeństwa w razie niepodjęcia współpracy przez Comp. Skoro doszło do wejścia Compu do grupy kapitałowej, połączenie z Safe Computing było nieuniknione. Spółki działają na tym samym polu systemów bezpieczeństwa informatycznego, więc połączenie nie powinno nastręczyć problemów operacyjnych. Spodziewać się można przy tym, że Comp wypracowujący blisko dziesięciokrotnie większe przychody, odniesie istotną korzyść z ułatwionego dostępu do kluczowych klientów grupy Prokomu, jak PKO BP, Poczta Polska, ZUS, PZU, TP SA. Duże nadzieje Comp wiąże również z przejęciem prawa do szyfratorów Nefryt. Dzięki nim zamierza wejść na nowe rynki (głównie wojskowy), których potencjał ocenia na 50 mln PLN w przeciągu 3-5 lat.

Wycena

Poniżej przedstawiamy wycenę akcji spółki Comp. Została ona przeprowadzona za pomocą dwóch metod: metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą porównawczą, przy czym porównania dokonaliśmy osobno ze spółkami polskimi oraz zachodnimi. Wycenie DCF nadaliśmy wagę 50%, porównaniu do spółek krajowych 25% oraz porównaniu do zagranicznych 25%.

Otrzymana średnia wycena wynosi 293 mln PLN, czyli 90.9 PLN na jedną akcję.

Podsumowanie wyceny					
Metoda wyceny	Wartość		Waga	Wycena spółki	Wycena 1 akcji (PLN)
	minimalna	maksymalna			
Wycena DCF			50%	336	106.8
Wycena porównawcza - spółki polskie	196	315	25%	261	78.1
Wycena porównawcza - spółki zagraniczne	183	307	25%	241	72.0
Średnia ważona z wycen (mln PLN)			293		
Średnia ważona z wycen 1 akcji			90.9		

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Wyceny akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow. Wartość spółki ustalona tą metodą to 357 mln PLN, czyli 106.8 PLN na akcję.

Na potrzeby wyceny emisję 581 tys. akcji dla Prokomu, którą obejmie w zamian za aport, rozliczyliśmy tak jakby została zrealizowana za gotówkę w wysokości 46.5 mln PLN.

Wycena metodą DCF											
(mln PLN)	2006p	2007p	2008p	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	>2015
sprzedaż	159.4	197.0	237.3	281.8	330.1	382.0	437.0	494.8	555.2	618.0	
zmiana sprzedaży	81.3%	23.6%	20.5%	18.7%	17.1%	15.7%	14.4%	13.2%	12.2%	11.3%	
marża EBIT	10.8%	11.1%	10.8%	10.4%	10.1%	9.8%	9.5%	9.2%	9.0%	8.7%	
EBIT	17.2	21.9	25.6	29.4	33.4	37.5	41.7	45.8	49.8	53.8	
zmiana EBIT	56.1%	27.0%	16.9%	15.2%	13.6%	12.2%	11.0%	9.8%	8.8%	8.0%	
stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
amortyzacja	4.2	4.4	4.5	4.7	4.8	5.0	5.1	5.3	5.6	5.9	
inwestycje	-4.5	-4.8	-4.9	-5.0	-5.2	-5.4	-5.5	-5.8	-6.1	-6.4	
zmiana kap.obrotowego	-20.5	16.4	-8.3	-5.0	-5.6	-6.5	-7.4	-8.3	-8.6	-8.7	
FCF	(6.8)	33.7	12.1	18.5	21.1	23.5	25.9	28.3	31.3	34.3	
zmiana FCF			-64.2%	53.3%	14.1%	11.4%	9.9%	9.6%	10.5%	9.7%	3.0%
dług/kapitał	12.4%	12.1%	12.5%	12.3%	12.0%	11.6%	11.2%	10.9%	10.5%	10.1%	10.1%
stopa wolna od ryzyka	4.5%	4.9%	5.2%	5.4%	5.5%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%	5.7%	5.0%
premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
koszt długu	4.9%	5.2%	5.5%	5.6%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.8%	5.8%	5.3%
koszt kapitału	10.5%	10.9%	11.2%	11.4%	11.5%	11.5%	11.6%	11.6%	11.6%	11.7%	11.0%
WACC	9.9%	10.2%	10.5%	10.7%	10.8%	10.8%	10.9%	11.0%	11.0%	11.1%	10.4%
PV (FCF)	(6.2)	27.8	9.0	12.3	12.7	12.7	12.5	12.3	12.2	12.0	167
wartość DCF* (mln PLN)	284										
wartość rezydualna	476										
zdysk. wart. rezydualna	167										
dług netto	-5										
wpływ z emisji	46.5										
wycena DCF* (mln PLN)	357										
liczba akcji (mln sztuk)	3.34										
wycena DCF na 1 akcję (PLN)	106.8										

* wartość DCF liczona na początek roku, wycena DCF na dzień publikacji raportu

Źródło: prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą oparliśmy na trzech wskaźnikach rynkowych: P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT, które naszym zdaniem są najczęściej brane pod uwagę przez inwestorów. Wskaźniki obliczyliśmy dla danych historycznych z roku 2005 oraz dla prognoz na 2006 i 2007 rok. Przy ustalaniu wag dla wskaźników większe nadaliśmy wartościom prognozowanym, co wynika z przekonania o ich większym znaczeniu dla inwestorów.

Stosując metodę porównawczą do spółek polskich ustaliliśmy wartość Compu na 261 mln PLN, czyli 78.1 mln PLN w przeliczeniu na jedną akcję, natomiast porównując do spółek zagranicznych wartość Compu wynosi 241 mln PLN, a jednej akcji 72.0 PLN.

Dla prognoz wyników spółek zagranicznych skorzystaliśmy z konsensusów podawanych przez serwis Bloomberg i otrzymana w tym porównaniu wycena jest o 7.8% niższa niż wycena w porównaniu do spółek polskich. Różnica ta wynika w naszej opinii ze spodziewanego szybszego wzrostu polskiego rynku IT niż rynku światowego, co przełoży się na większe tempo rozwoju spółek operujących na krajowym rynku.

Wycena porównawcza do spółek polskich

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
COMPUTERLAND	11.59	12.54	7.29	19.27	22.25	9.78	58.27	48.84	13.45
SOFTBANK	14.99	14.72	10.63	17.89	17.50	12.01	21.38	18.61	14.07
COMARCH	27.23	23.91	21.43	38.72	32.33	27.96	37.47	32.56	28.09
PROKOM	11.64	10.50	9.16	13.22	11.77	10.11	21.95	18.57	14.74
EMAX	11.05	9.05	8.00	14.42	11.19	9.63	18.86	12.81	10.25
ASSECO	21.78	18.37	15.79	24.46	20.24	17.16	35.11	28.65	23.00
SPIN	9.17	8.09	7.39	13.04	10.96	9.71	20.54	14.15	11.64
ABG Ster-Projekt	12.92	11.35	10.01	16.80	14.24	12.19	18.36	16.00	14.12
Mediana	12.28	11.94	9.58	17.35	15.87	11.06	21.67	18.59	14.09
Dług netto + emisja	41.4	EBITDA		EBIT			Zysk netto		
Wyniki COMP (mln PLN)	15.0	21.4	26.3	11.0	17.2	21.9	9.0	13.6	18.5

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	226	298	294	233	315	283	196	252	261
Wagi	35%	35%	30%	35%	35%	30%	35%	35%	30%

Wycena (mln PLN)

261

Wycena 1 akcji (PLN)

78.1

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Państwo	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
MICROSOFT CORP	USA	13.24	11.28	10.07	13.97	12.41	10.75	20.72	18.62	16.66
ORACLE CORP	USA	13.69	12.72	11.12	16.05	13.57	11.62	24.05	19.49	16.88
SAP AG	Niemcy	17.51	15.18	13.33	19.34	16.66	14.64	31.41	26.98	23.43
ACCENTURE LTD	Bermudy	10.26	9.77	8.97	11.70	10.80	10.10	28.20	20.33	18.16
CAP GEMINI S.A.	Francja	12.38	9.31	7.81	22.30	13.96	11.04	49.65	26.81	19.18
ATOS ORIGIN	Francja	5.66	5.03	4.70	7.18	6.40	5.97	11.19	9.87	8.89
TIETOENATOR OYJ	Finlandia	7.78	6.90	6.56	10.60	9.24	8.65	13.83	11.96	10.95
GETRONICS NV	Holandia	5.01	3.80	3.49	7.99	5.43	4.79	12.96	6.82	5.94
EDB GRUPPEN	Dania	15.87	12.21	10.07	23.71	15.53	12.17	28.88	21.17	16.46
GROUPE STERIA SCA	Francja	8.77	6.99	6.30	11.75	8.72	8.12	18.26	12.63	11.51
TYLER TECHNOLOGIES INC	USA	25.86	22.34	15.76	46.41	37.42	20.39	87.67	63.76	41.97
HORIZON TECHNOLOGY GROUP F	Irlandia	6.53	5.85	4.81	7.15	6.25	5.15	9.64	8.80	6.47
Mediana		11.32	9.54	8.39	12.86	11.61	10.42	22.39	19.05	16.56
Dług netto + emisja	41.4	EBITDA		EBIT			Zysk netto			
Wyniki COMP (mln PLN)	15.0	21.4	26.3	11.0	17.2	21.9	9.0	13.6	18.5	

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	211	246	262	183	241	269	202	258	307
Wagi	35%	35%	30%	35%	35%	30%	35%	35%	30%

Wycena (mln PLN)

241

Wycena 1 akcji (PLN)

72.0

ceny z dnia 28.08.2006r.

Zródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski SA

Prognozy wyników finansowych

Rachunek wyników (tys. PLN)					
	2004	2005	2006p	2007p	2008p
przychody netto	68.3	87.9	159.4	197.0	237.3
koszty wytworzenia	35.2	53.0	96.2	118.8	147.9
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	25.9	25.6	46.2	54.7	62.6
saldo pozostałej działalności operacyjnej	0.6	1.7	0.0	0.0	0.0
EBITDA	11.2	15.0	21.4	26.3	30.1
EBIT	7.8	11.0	17.2	21.9	25.6
saldo finansowe	-0.6	1.1	-0.3	1.3	2.5
zysk przed opodatkowaniem	7.2	11.5	17.0	23.2	28.1
podatek dochodowy	1.1	2.2	3.2	4.4	5.3
(zysk) strata udziałowc.mniejszościowych	0.8	0.5	0.2	0.2	0.3
zysk netto	5.3	9.0	13.6	18.5	22.5
EPS	1.58	2.71	4.06	5.55	6.73
Bilans (tys. PLN)					
	2004	2005	2006p	2007p	2008p
aktywa trwałe	18.9	21.7	22.7	23.2	23.7
wartości niematerialne i prawne	7.4	10.2	10.2	10.2	10.2
rzeczowe aktywa trwałe	4.9	6.3	6.6	7.0	7.3
inwestycje długoterminowe	2.5	2.9	2.9	2.9	2.9
aktywa obrotowe	54.0	101.9	187.1	210.5	223.6
zapasy	8.0	9.6	17.4	16.3	18.2
należności	33.9	66.6	92.2	81.4	81.0
środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	3.1	22.1	68.0	101.1	110.2
aktywa razem	72.9	123.7	209.8	233.7	247.3
kapitał własny	31.3	79.8	138.1	152.6	167.6
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	38.1	41.7	69.6	79.0	77.6
zobowiązania długoterminowe	5.1	13.8	14.5	14.7	14.9
zobowiązania krótkoterminowe	26.1	27.8	50.3	58.5	55.6
pasywa razem	72.9	123.7	209.8	233.7	247.3
BVPS	9.4	23.9	41.3	45.7	50.2
Cash flow (tys. PLN)					
	2004	2005	2006p	2007p	2008p
wynik netto	5.3	9.0	13.6	18.5	22.5
amortyzacja	3.4	4.0	4.2	4.4	4.5
zmiana kapitału obrotowego	18.8	35.6	20.5	-16.4	8.3
gotówka z działalności operacyjnej	0.0	-0.8	2.5	40.8	20.4
inwestycje (capex)	-	-24.3	-4.5	-4.8	-4.9
gotówka z działalności inwestycyjnej	-2.1	-21.0	-4.5	-4.8	-4.9
wypłata dywidendy	0.0	-0.5	-1.8	-4.1	-7.4
emisja akcji	0.0	41.5	46.5	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	7.8	6.2	3.3	1.1	1.0
gotówka z działalności finansowej	7.1	40.0	48.0	-3.0	-6.4
zmiana gotówki netto	5.0	18.2	45.9	33.0	9.1
DPS	0.0	0.1	0.5	1.2	2.2
CEPS	2.6	3.9	5.3	6.9	8.1

p - prognoza Millennium DM S.A.

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Piotr Her
+22 598 26 81
piotr.her@millenniumdm.pl

Adam Zajler
Makler Papierów Wartościowych
+22 598 26 05
adam.zajler@millenniumdm.pl

Łukasz Hejak
+22 598 26 27
lukasz.hejak@millenniumdm.pl

Radosław Łukaszczuk
+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Łukasz Kołaczkowski
+22 598 26 59
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, makroekonomia,
handel

Analityk
telekomunikacja, chemia,
metale, przemysł mięsny

Analityk
media, hotele, motoryzacja,
przemysł spożywczy, budownictwo

Analityk
informatyka

Asystent

Asystent

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Marek Przytula
+22 598 26 68
marek.prytula@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec
+22 598 26 67
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowość, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Redan, Artman, Techmex, Broker FM, COMP Rzeszów, FAM, Ciech, Śrubex od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
COMP	Akumuluj	23 gru 05	68.40
COMP	Neutralnie	25 sty 06	84.00

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2006 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	13%
Akumuluj	9	60%
Neutralnie	4	27%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	6	100%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy*