

Aleje Jerozolimskie 123a, 02-017 Warszawa
 Tel.: (48-22) 529-67-97, Fax.: (48-22) 529-67-98
 e-mail: abrok@amerbrokers.pl

Analitik: Robert Kurowski, makler p.w.

TETA S.A.

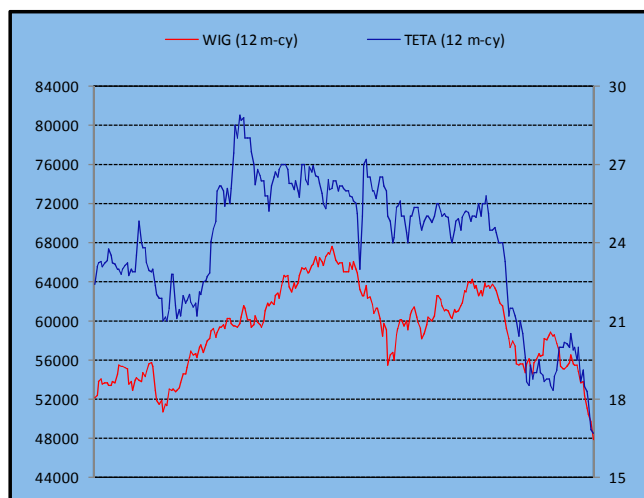
IT

Kurs bieżący (zł): 15,50
 Liczba akcji (tys.): 9 000
 Free float: 39,5% (55 mln zł)

Dane (tys. zł)	2006	I-IIIQ 2007s	2007s P	2008s P
Przychody	39 947	38 064	60 000	78 000
Zysk operacyjny	7 069	5 400	-	15 014
Zysk netto	6 402	4 130	10 000	12 212
Wartość księgową	22 554	46 162	52 032	64 244
Kapitalizacja	167 790	139 500	139 500	139 500
Liczba akcji (w tys.)	7 000	9 000	9 000	9 000
EPS (zł)	0,9	0,8	1,1	1,4
BVPS (zł)	3,2	5,1	5,8	7,1
P/E	26,2	18,8	14,0	11,4
P/BV	7,4	3,0	2,7	2,2
Kurs (zł)*	23,97	15,50	15,50	15,50

* kursy na koniec okresu; dla I-IIIQ 2007 roku oraz prognoz kurs bieżący
 P - prognoza Spółki na rok 2007, dla roku 2008 prognoza AmerBrokers
 s - dane skonsolidowane

Akcjonariusze:	% akcji	% głosów
Millennium TFI	14,4%	14,4%
Pioneer Pekao IM	11,3%	11,3%
PKO/CREDIT SUISSE	10,8%	10,8%
Frys, Andrzej	9,2%	9,2%
AIG OFE	7,4%	7,4%
Commercial Union IM	7,3%	7,3%
Pozostali	39,5%	39,5%
Razem	100,0%	100,0%



Jedną akcję spółki TETA wyceniamy na poziomie 17,1 zł i w związku z tym, że jest to o 10,3% więcej od bieżącego kursu na GPW, wydajemy rekomendację Trzymaj. Zwracamy uwagę, że wycenę Spółki metodą dochodową sporządziliśmy w oparciu o ostrożne założenia odnośnie kształtowania się sytuacji finansowej Grupy TETA. Mimo to, przy obecnym kursie wskaźnik P/E dla Spółki na koniec 2008 wyniesie jedynie 11,4.

TETA jest liderem na krajowym rynku rozwiązań ERP dla średnich przedsiębiorstw. Firma specjalizuje się w dostarczaniu własnych produktów wspomagających zarządzanie przedsiębiorstwem oraz kapitałem ludzkim (HR). TETA tworzy Grupę Kapitałową, w skład której oprócz podmiotu dominującego wchodzi następujące podmioty: Pyton Management Sp. z o.o. (firma konsultingowo-wdrożeniowa), w której TETA S.A. posiada 70% udziałów oraz TETA HR Center Sp. z o.o. (świadczy usługi outsourcingowe w zakresie HR z wykorzystaniem produktów TETA S.A.), w której kontrolowane jest 100% udziałów.

Wyniki operacyjne, m.in. przychody ze sprzedaży wskazują, że TETA rozbudowując własną ofertę produktową, jest w stanie istotnie zwiększyć skalę działania. Po spowolnieniu w roku 2005, kiedy to obroty Spółki wzrosły o 2,9%, rok 2006 przyniósł istotny wzrost (+16,7%). Na rok 2007 Zarząd spółki prognozował uzyskanie 60 mln zł (+50,6%) przychodów ze sprzedaży oraz 10 mln zysku netto. Z informacji ze Spółki wynika, że w pełni wykonała ona zakładaną prognozę.

Grupa Kapitałowa w okresie I-IIIQ 2007 roku zanotowała istotną poprawę wyników finansowych. Wysokie tempo wzrostu przychodów skonsolidowanych w ubr. spowodowało, że mimo szybciej rosnących kosztów wytworzenia, Grupa wykazała znaczący przyrost zysków.

Kurs Spółki znajduje się w trendzie spadkowym, co jest konsekwencją pogorszenia koniunktury na rynku akcji GPW. W związku z tym uważamy, że od strony technicznej istnieje ryzyko kontynuacji przeceny, co powinno wpłynąć na decyzję odnośnie terminu inwestycji w ten walor.

Branża

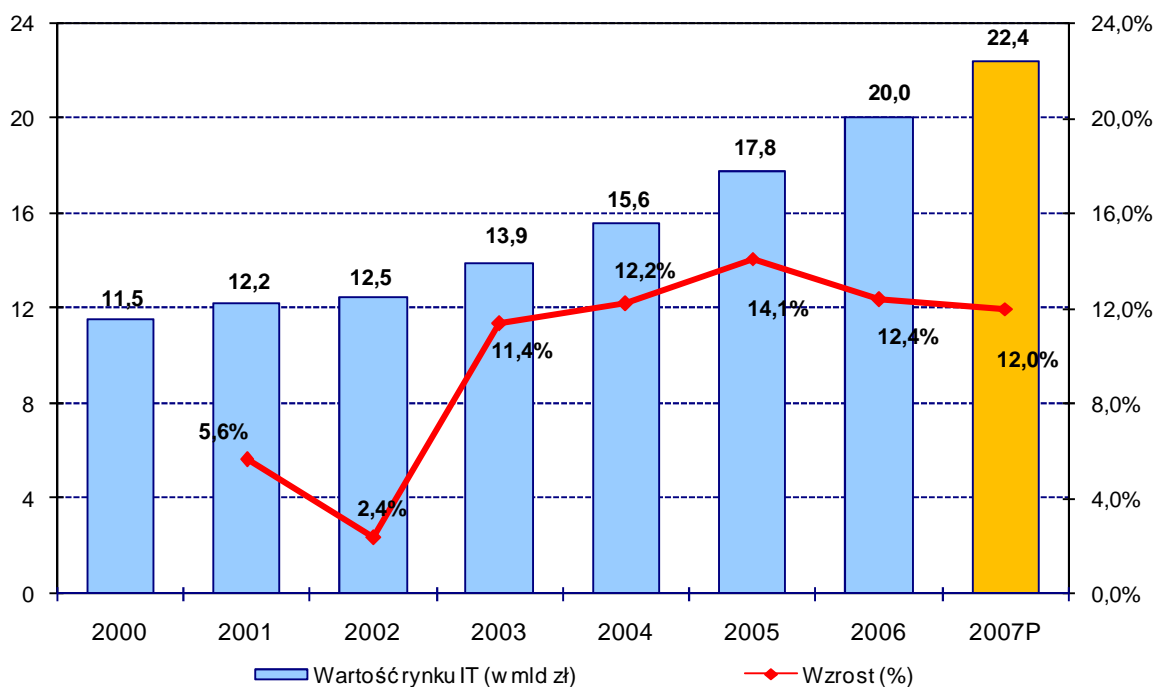
Tendencje

Decydujące znaczenie dla rozwoju sektora IT na świecie i w Polsce mają czynniki w postaci rozwoju nowych technologii oraz tempa wzrostu gospodarczego, czego konsekwencją jest poziom zamówień ze strony podmiotów prywatnych oraz publicznych. Wpływa to na wielkość popytu, który w dużej mierze stymulowany jest właśnie tempem rozwoju gospodarki danego kraju.

Rynek IT w Polsce

Polska jest drugim co do wielkości rynkiem IT w Regionie Europy Środkowo-Wschodniej z udziałem na poziomie około 20% w stosunku do rynku europejskiego ogółem. Tempo rozwoju sektora IT w ubiegłych latach w Polsce na tle innych rynków należy ocenić pozytywnie, ponieważ od momentu wstąpienia Polski w struktury Unii Europejskiej tempo wzrostu wyraźnie się zwiększyło. Jest to cecha wyróżniająca polski rynek IT od krajów „starej” Unii, gdzie szacuje się że branża rośnie o kilka procent rocznie. Niekorzystny jest jednak ogólny poziom nakładów, ponieważ w przeliczeniu na 1 mieszkańca w Polsce wydaje się na informatykę 374 Euro, podczas gdy średnia w Europie wynosi 1376 Euro.

Wielkość krajowego rynku IT



Źródło: PMR Consulting, Teleinfo 500
 P- prognoza

Rozwój krajowego rynku IT

Cechą charakterystyczną polskiego rynku IT jest utrzymujący się wzrost jego wartości. Mimo, że tempo wzrostu znacznie spadło w porównaniu do lat 1997–2000, kiedy to wynosiło ponad 20% rocznie, to jednak progresja została utrzymana. Potwierdzają się przy tym wnioski o zależności sytuacji w branży IT od ogólnej tendencji w krajowej gospodarce, co szczególnie widoczne było w roku 2002, kiedy to przy wzroście PKB o zaledwie 1%, rynek IT zwiększył się o 2,4%. Firmy krajowe ograniczyły w tym czasie budżety na informatyzację, co w połączeniu z minimalnym udziałem eksportu, zadecydowało o ogólnym poziomie sprzedaży branży.

Prognozy

Według szacunków firmy PMR Consulting, już w 2003 roku na krajowym rynku informatycznym nastąpiło wyraźne ożywienie koniunktury: rynek zwiększył swoją wartość o około 11%, do 13,9 mld zł. Z kolei wstępne szacunki tej firmy na rok 2007 mówią o utrzymaniu dwucyfrowego tempa wzrostu, tj. około 12% (wartość rynku IT przekroczy 22 mld zł).

Nowe projekty

Wpływ na poprawę koniunktury miało głównie wejście Polski do UE, co pozwoliło zwiększyć wydatki na informatyzację dzięki wykorzystaniu środków pomocowych UE. W ubiegłych latach przyspieszenie wynikało z rozstrzygnięcia kilku ważnych przetargów, w tym PKO BP, PZU, CEPIK. W 2006 i 2007 roku niekorzystnie na rozmiary rynku i sytuację firm z branży IT wpływało odsuwanie w czasie realizacji projektów offsetowych TETRA, C2, RUM, szacowanych na około 4 mld zł. Mimo to należy uznać, że obok środków z UE wysokie tempo krajowego PKB (+6,1% w 2006 roku) było głównym czynnikiem pozytywnie stymulującym rozwój branży. Wydatki na IT rosły głównie dzięki większym inwestycjom w nowe technologie sektora finansowego, telekomunikacyjnego i przemysłu. Uwzględniając prognozy PKB na lata przyszłe (utrzymanie kilkuprocentowego tempa wzrostu), należy się spodziewać że również z tego względu obroty w sektorze IT będą rosły w szybkim tempie. Ponadto, zgodnie z przyjętym przez rząd Planem Informatyzacji Państwa realizowane będą duże projekty dla administracji o przybliżonej wartości:

- Elektroniczna platforma usług w ochronie zdrowia - 658 mln zł.
- System katastralny - 190 mln zł.
- e-Deklaracje – rozliczenia podatkowe dla firm - 175 mln zł.
- PESEL2 – nowy system ewidencji ludności - 166 mln zł.
- Informatyzacja ksiąg wieczystych - 116 mln zł.
- e-PUAP – elektroniczna platforma usług administracji publicznej - 105 mln zł.
- e-Podatki – obsługa podatkowa obywateli - 88 mln zł.
- pl.ID – elektroniczny dokument tożsamości - 70 mln zł¹.

Należy przy tym zauważyć, że stopień realizacji wymienionych projektów uzależniony jest od decyzji na szczeblu rządowym. W związku z tym biorąc pod uwagę typowe dla administracji opóźnienia w podejmowaniu decyzji trzeba przyjąć, że konieczne będzie skorygowanie szacunków, wg których tylko w bieżącym roku mają zostać uruchomione nowe projekty o łącznej wartości ponad 2 mld zł. Mimo to, uwzględniając powyższe czynniki, tj. prognozowane tempo rozwoju gospodarczego, konieczność wykorzystania środków unijnych oraz planowane projekty administracji rządowej należy przyjąć za pewnik, że w tym roku krajowy rynek IT zwiększy się o minimum 12%, tj. do ponad 22 mld zł.

Konsolidacja

Cechą krajowego rynku IT jest także stopniowa koncentracja działalności. W ostatnich dwóch latach nastąpiło kilka fuzji, w związku z czym zjawisko koncentracji utrwala się. Do najważniejszych zaliczyć należy połączenie spółek Asseco-Softbank-Prokom, ComputerLand-Emax (obecna nazwa Sygnity), ABG-SterProjekt-Spin, Internet Group-CR Media. W efekcie połączone firmy należą obecnie do największych podmiotów na krajowym rynku IT, posiadając potencjał do obsługi najbardziej rozbudowanych projektów informatycznych. Zwiększa to także konkurencyjność krajowych spółek w stosunku do firm zagranicznych, coraz częściej rywalizujących na szybko rozwijającym się rynku polskim.

Podział rynku

Podstawą biznesu informatycznego jest segment oprogramowania, coraz bardziej zyskujący na znaczeniu segment integracji oraz w coraz mniejszym stopniu dostaw sprzętu. Światowy rynek IT przechodzi zmiany polegające na wzroście znaczenia usług i oprogramowania w sprzedaży ogółem. Tego rodzaju działalność stanowi ponad 50% przychodów. W polskim sektorze IT także zachodzi ta tendencja, tzn. dostawy sprzętu mają coraz mniejsze znaczenie, mimo stosunkowo stabilnego tempa wzrostu (m.in. szybko rośnie sprzedaż komputerów przenośnych). Jeszcze w drugiej połowie lat 90-tych w Polsce na sprzęt przeznaczano ponad 60% wydatków na IT, natomiast w długim terminie zmiany w Polsce nastąpią w tym samym kierunku co na świecie. Do zmian w strukturze dochodzi okresowo, tj. przy realizacji dużych kontraktów lub sezonowo – przy wyższej w danym okresie roku dynamice oprogramowania i usług. Spadek udziału dostaw hardware wynikał w ubiegłych latach ze stopniowego nasycenia się rynku (zarówno wśród klientów indywidualnych jak i instytucjonalnych) oraz ogólnego pogorszenia sytuacji społeczno-gospodarczej w Polsce. Jednocześnie przy wolniejszym tempie rozwoju gospodarczego ograniczone zostały nakłady na zakup oprogramowania, co powoduje, że od kilku lat struktura rynku nie ulega zasadniczym zmianom.

¹ Źródło: Rzeczpospolita

Sytuacja operacyjna

Grupa Kapitałowa

TETA S.A. z siedzibą we Wrocławiu jest spółką zajmującą się produkcją i wdrażaniem programów komputerowych wspomagających zarządzanie przedsiębiorstw. Spółka tworzy Grupę Kapitałową, w skład której, oprócz podmiotu dominującego TETA S.A., wchodzi następujące podmioty:

- Pyton Management Sp. z o.o., w której TETA S.A. posiada 70% udziałów,
- TETA HR Center Sp. z o.o., w której TETA S.A. kontroluje 100% udziałów.

Przedmiot działania

Obszarami branży IT, na których koncentruje swoją działalność TETA są:

- rynek systemów ERP - dla średnich i dużych przedsiębiorstw, na półrocze ubr. przychody z tego typu oprogramowania stanowiły 80% przychodów Spółki,
- rynek systemów HR - rozwiązań dla zarządzania kapitałem ludzkim.

Ponadto firma zajmuje się wdrożeniami oprogramowania (konsulting, szkolenia), a także opieką nad eksploatowanymi systemami. Spółka dostarczając swoje produkty koncentruje się na firmach średniej wielkości, co wynika z posiadanego obecnego potencjału finansowego i zasobów ludzkich. Odbiorcy to podmioty o przychodach od 20 do 300 mln zł i zatrudnieniu od 50 do 500 osób (od 10 do 200 użytkowników systemu), ich przedmiot działania to handel, usługi oraz produkcja.

Pyton Management to firma konsultingowo-wdrożeniowa, specjalizująca się w projektowaniu i analizie procesów oraz przepływie informacji w organizacji. Spółka oferuje wsparcie w restrukturyzacji zarządzania informacją i wiedzą w przedsiębiorstwie, wdraża systemy zarządzania wiedzą, treścią i szkoleniami oraz systemy zarządzania jakością ISO. TETA HR Center Sp. z o.o. świadczy usługi outsourcingowe w zakresie HR z wykorzystaniem produktów TETA S.A. Sprawozdania tej spółki konsolidowane będą od Q4 2007 roku.

Emisje - debiut na GPW

Od 2005 roku TETA S.A. ma status spółki publicznej. W czerwcu 2005 roku podczas WZA podjęta została uchwała o przekształceniu dotychczas wyemitowanych akcji imiennych serii A, B, C, D i E na akcje na okaziciela. Równocześnie WZA zdecydowało o emisji akcji zwykłych na okaziciela serii G w liczbie od 400 000 do 500 000. Ostatecznie Spółka wyemitowała 500 000 akcji w cenie 10,20 zł i pozyskała 4,03 mln zł. Do notowań na GPW akcje spółki weszły 29 listopada 2005 roku, z ceną 13,30 zł (cena zamknięcia).

Kolejna emisja akcji przeprowadzona została na początku 2007 roku, tj. sprzedano 2 mln akcji serii H w cenie jednostkowej 10 zł. TETA pozyskała dzięki temu 19,3 mln zł, co zostało wykorzystane zgodnie z celami emisji na budowę Grupy Kapitałowej. W efekcie sfinalizowany został zakup 70% udziałów w Pyton Management Sp. z o.o. Obecnie TETA prowadzi negocjacje w sprawie przejęcia zagranicznego podmiotu.

Dywidenda

W roku 2005 TETA wypłaciła z zysku za 2004 rok (3,4 mln zł), dywidendę w kwocie 2 mln zł. W kolejnych latach, zgodnie z uchwałami WZA, zysk netto za rok obrotowy 2005 oraz 2006. przeznaczony został na kapitał zapasowy.

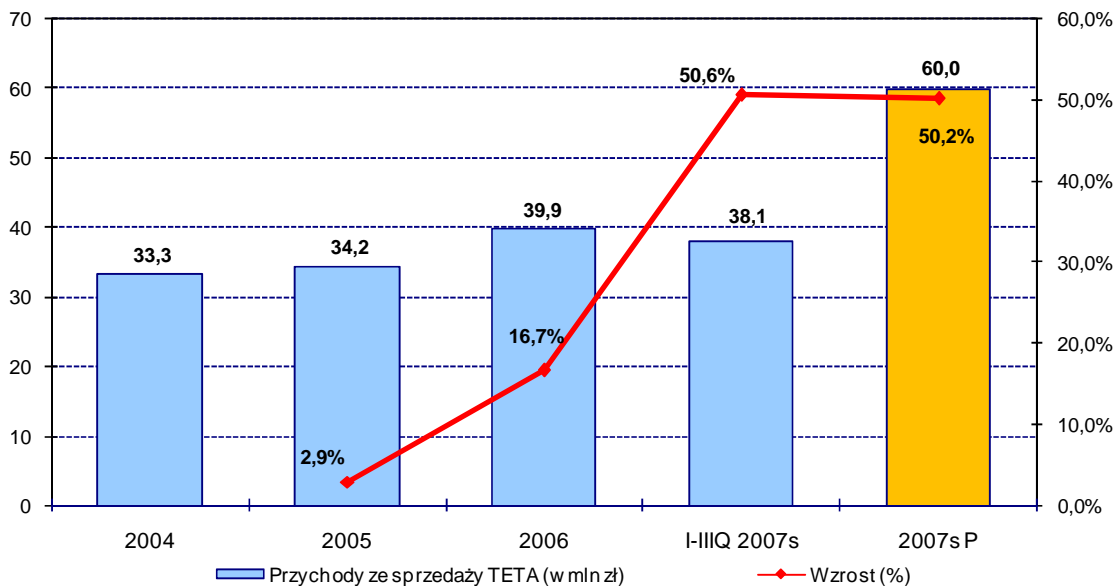
Akwizycje

TETA zamierza rozbudować Grupę Kapitałową o kolejne podmioty, w tym przede wszystkim rozszerzając zakres działania poza granice kraju. Między innymi temu celowi miał służyć zakup firmy z Czech: LCS International. Operacja ta nie powiodła się, ponieważ lepsze warunki sprzedającym zaoferowała Grupa Asseco. Obecnie TETA koncentruje się nad zakupem jednej z firm informatycznych z Węgier, zajmującej się wdrożeniami ERP.

Sprzedaż

Wyniki operacyjne, tj. przychody ze sprzedaży wskazują, że TETA rozbudowując własną ofertę produktową, jest w stanie istotnie zwiększyć skalę działania. Po spowolnieniu w roku 2005, kiedy to obroty Spółki wzrosły o 2,9%, rok 2006 przyniósł istotny wzrost (+16,7%) sprzedaży. Na rok 2007 Zarząd spółki prognozował uzyskanie 60 mln zł (+50,6%) przychodów ze sprzedaży oraz 10 mln zysku netto. Z informacji ze Spółki wynika, że w pełni wykonała ona zakładaną prognozę. Na podstawie informacji prasowych można wnioskować, że Spółka na rok 2008 przewiduje osiągnięcie 100 mln zł przychodów skonsolidowanych oraz 15 mln zł zysku netto.

Przychody ze sprzedaży TETA S.A. (w mln zł)



Źródło: raporty Spółki
 s – dane skonsolidowane

Sytuacja finansowa

Bilans

W 2007 roku nastąpiły wyraźne zmiany w strukturze bilansu TETA S.A. Spowodowane jest to tym, że Spółka zaczęła publikować raporty skonsolidowane, ponadto zwiększył się potencjał finansowania środkami własnymi dzięki przeprowadzeniu emisji akcji serii H.

W aktywach zwraca uwagę to, że na dzień 30.09.07 znacznie zwiększyła się pozycja wartości niematerialnych i prawnych, co rzutuje na blisko 47% udział aktywów trwałych w aktywach ogółem wobec 29% na koniec 2006 roku. Na wartości niematerialne i prawne składa się m.in. wartość tworzona przez Spółkę oprogramowania oraz sprzętu komputerowego. Kluczowym składnikiem tej pozycji aktywów jest jednak wartość firmy, tj. oszacowana prowizorycznie wartość firmy (Pyton Management Sp. z o.o.) w kwocie 8,9 mln zł - jako różnica między ceną nabycia udziałów w tej spółce, a wartością 70% jej kapitałów własnych na dzień 01.01.2007 roku. Pozostałe 30% udziałów firmy Pyton Management Sp. z o.o. TETA S.A. nabędzie w następujących terminach: 15% do 31.07.2008 roku; 15% do 31.07.2009 roku.

W sprawozdaniu skonsolidowanym ujęto również jako wartość firmy kwotę 5,5 mln zł wynikającą z oszacowania wartości nabycia pozostałych 30 % udziałów spółki Pyton Management Sp. z o.o. Oszacowanie to dokonane zostało w oparciu o prognozy finansowe tego podmiotu na lata 2007 - 2008 oraz przyjęty w umowie kupna model wyceny. Wyliczone zobowiązanie zostało pomniejszone o dyskonto 5 %. Równocześnie w bilansie ujęto 5,9 mln zł jako długoterminowe zobowiązanie z tytułu zakupu udziałów.

Niska wartość aktywów trwałych w roku 2005 i 2006 wynikała ze sprzedaży nieruchomości. W 2005 roku TETA dokonała sprzedaży budynku biurowego wraz z prawem wieczystego użytkowania gruntów o łącznej wartości netto 6,0 mln zł. Część środków pozyskanych ze sprzedaży nieruchomości Spółka przeznaczyła na spłatę kredytu.

Grupa TETA ograniczyła poziom zobowiązań, co przy podwojeniu kapitałów własnych poskutkowało wzrostem do 77% udziału własnych źródeł finansowania w pasywach.

Bilans (w tys. zł)	31.12.05	31.12.06	30.09.07s	struktura		
				31.12.05	31.12.06	30.09.07s
AKTYWA TRWAŁE	1 292	10 997	28 103	5,6%	29,1%	46,9%
Wartości niematerialne i prawne	185	8 635	25 416	14,3%	78,5%	90,4%
Rzeczowe aktywa trwałe	716	1 474	1 933	55,4%	13,4%	6,9%
Należności długoterminowe	391	405	405	30,3%	3,7%	1,4%
Inwestycje długoterminowe	0	0	150	0,0%	0,0%	0,5%
Rozliczenia międzyokresowe	0	483	199	0,0%	4,4%	0,7%
AKTYWA OBROTOWE	21 966	26 770	31 875	94,4%	70,9%	53,1%
Zapasy	5 360	2 950	5 359	24,4%	11,0%	16,8%
Należności krótkoterminowe	16 507	23 457	24 168	75,1%	87,6%	75,8%
Inwestycje krótkoterminowe	25	33	660	0,1%	0,1%	2,1%
Rozliczenia międzyokresowe	74	330	1 688	0,3%	1,2%	5,3%
AKTYWA RAZEM	23 258	37 767	59 978	100,0%	100,0%	100,0%
KAPITAŁ WŁASNY	15 859	22 554	46 162	68,2%	59,7%	77,0%
Kapitał akcyjny	7 000	7 000	9 000	44,1%	31,0%	19,5%
Kapitał zapasowy	4 354	9 152	32 873	27,5%	40,6%	71,2%
Zysk/Strata z lat ubiegłych	19	0	159	0,1%	0,0%	0,3%
Zysk netto	4 486	6 402	4 130	28,3%	28,4%	8,9%
ZOBOWIĄZANIA i REZERWY	7 399	15 213	13 816	31,8%	40,3%	23,0%
Rezerwy na zobowiązania	154	1 113	477	2,1%	7,3%	3,5%
Zobowiązania długoterminowe	10	0	6 068	0,1%	0,0%	43,9%
Zobowiązania krótkoterminowe	5 945	12 439	6 585	80,3%	81,8%	47,7%
Rozliczenia międzyokresowe	1 290	1 661	686	17,4%	10,9%	5,0%
PASYWA RAZEM	23 258	37 767	59 978	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne
 s - dane skonsolidowane

Rachunek zysków i strat

Po 3 kwartałach 2007 roku Grupa Kapitałowa notuje poprawę wyników finansowych. Wysokie tempo wzrostu przychodów skonsolidowanych spowodowało, że mimo szybciej rosnących kosztów wytworzenia, Grupa zanotowała w ubr. kilkudziesięcioprocentowy przyrost zysków. Na wysoki zysk operacyjny i netto złożyły się oprócz wysokiej bazy w przychodach także ograniczenie tempa wzrostu kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu. Saldo z działalności finansowej ma niewielkie znaczenie dla wypracowanego zysku netto.

Ze względu na możliwość odliczania straty podatkowej za poprzednie lata, TETA nie płaciła w 2005 i 2006 podatku dochodowego w pełnym wymiarze. Obecnie mimo, że na koniec 3Q07 efektywna stopa opodatkowania wyniosła 20,8%, Grupa TETA zanotowała 33% wzrost zysku netto.

Na rok 2007 Zarząd spółki prognozował uzyskanie 60 mln zł (+50,6%) przychodów ze sprzedaży oraz 10 mln zysku netto. Z informacji Spółki wynika, że Grupa TETA w pełni wykonała zakładaną prognozę. W związku z tym można szacować, że w samym 4Q07 Grupa wypracowała około 5,8 mln zł zysku netto.

Rachunek zysków i strat					
(w tys. zł)	2005	2006	I-IIIQ 2007s	2006/2005	I-IIIQ 2007s / I-IIIQ 2006s
Przychody ze sprzedaży	34 232	39 947	38 064	16,7%	50,6%
Koszt sprzedanych produktów, materiałów	22 193	24 465	25 983	10,2%	56,3%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	12 039	15 482	12 081	28,6%	39,7%
Pozostałe przychody operacyjne	807	102	120	-87,4%	135,3%
Koszty sprzedaży	3 457	3 490	3 163	1,0%	19,0%
Koszty ogólnego zarządu	4 157	4 797	3 604	15,4%	34,2%
Pozostałe koszty operacyjne	428	228	34	-46,7%	-72,6%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	4 804	7 069	5 400	47,1%	67,1%
Przychody finansowe	153	27	476	-82,4%	1804,0%
Koszty finansowe	281	230	195	-18,1%	30,9%
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-2	-5	0	150,0%	
Zysk (strata) brutto	4 674	6 861	5 681	46,8%	83,1%
Podatek dochodowy	188	459	1 184	144,1%	19633,3%
(Zyski) straty mniejszości			367		
Zysk (strata) netto	4 486	6 402	4 130	42,7%	33,4%

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne
 s - dane skonsolidowane

Wskaźniki finansowe

Na koniec 2006 roku Spółka (wyniki jednostkowe) jak i Grupa (dla danych na koniec 3Q07 porównywanych do wyników skonsolidowanych na koniec 3Q06) poprawiły wszystkie wskaźniki efektywności działania, Należy zwrócić uwagę na wpływ sezonowości działania na wyniki spółek z branży IT – zwiększonego wolumenu obrotów w czwartym kwartale roku, co w decydujący sposób wpłynie na marże na 2007 rok. Szacowany zysk netto za 2007 w wysokości 10 mln zł oznacza, że rentowność netto dla Grupy na koniec ubr. wyniesie 16,7%, natomiast ROE 19,2%.

Wskaźniki finansowe	2005	2006	I-IIIQ 2007s
Rentowność			
Wskaźnik rentowności EBITDA	15,9%	21,7%	19,3%
Wskaźnik rentowności operacyjnej	14,0%	17,7%	14,2%
Wskaźnik rentowności brutto	13,7%	17,2%	14,9%
Wskaźnik rentowności netto	13,1%	16,0%	10,9%
ROA*	19,3%	21,0%	15,2%
ROE*	28,3%	33,3%	21,6%
Płynność			
Kapitał obrotowy (w mln zł)	16 021	14 331	25 290
Wskaźnik bieżący	3,7	2,2	4,8
Wskaźnik płynności szybkiej	2,8	1,9	4,0
Zadłużenie			
Wskaźnik zadłużenia	31,8%	40,3%	23,0%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	46,7%	67,5%	29,9%
Rotacja			
Rotacja zapasów (w dniach)	87	61	43
Rotacja należności (w dniach)	174	180	169
Rotacja zobowiązań (w dniach)	78	102	103

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze Spółki

* wskaźniki obliczone dla zysku za ostatnie 4Q

s - dane skonsolidowane

Dzięki środkom pozyskanym z ostatniej emisji akcji poprawiła się płynność Grupy, można wręcz stwierdzić, że znajduje się ona w stanie nadpłynności. Potwierdza to niski stan zadłużenia. Prawdopodobnie sytuacja ta ulegnie zmianie jeżeli dojdzie do skutku zapowiadana akwizycja – zakup jednej z zagranicznych firm z branży IT.

Wycena

Metoda dochodowa

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na długoterminowej prognozie działalności Spółki. Polega ona na obliczeniu wartości bieżącej prognozowanych przyszłych strumieni pieniężnych, skierowanych do właścicieli kapitału, finansującego majątek Spółki.

Użyta metoda zakłada, że wewnętrzna wartość Spółki (rozumiana jako suma wyceny kapitału własnego i zaangażowanego kapitału obcego), równa jest sumie zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych Spółki, wyznaczonych jako prognozowana gotówkowa nadwyżka operacyjna, pomniejszona o prognozowane wydatki inwestycyjne. Jako stopę dyskontową przyjęto wyznaczony za pomocą modelu CAPM średni ważony koszt kapitału Spółki. Wycena Spółki równa jest wartości całości zaangażowanego kapitału, pomniejszonej o wartość długu netto.

Wycena metodą dochodową oparta jest na następujących założeniach dotyczących prognozy wyników na lata 2008-2012:

- w 2008 przychody skonsolidowane Spółki wzrosną o 30%, w roku 2009 i 2010 o 15%, natomiast w kolejnych dwóch latach, tj. do roku 2012 tempo wzrostu kształtować się będzie na poziomie 10%,
- marża operacyjna wyniesie odpowiednio: od 2008 do 2010 roku 19% (wobec 20% prognozowanej na koniec 2007 roku) i 18% w kolejnych dwóch latach (2011–2012).

Dodatkowo zakłada się, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 3,0%.

Wycena metodą DCF na dzień 18.01.2008

(tys zł)	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2012P+
Zysk operacyjny	15 014	16 841	19 367	20 717	22 114	22 114
- opodatkowanie EBIT	2 853	3 200	3 680	3 936	4 202	4 202
NOPLAT	12 161	13 641	15 687	16 781	17 912	17 912
+ Amortyzacja	2 520	2 572	2 620	2 384	2 169	2 169
- Zmiana kapitału pracującego	-6 199	-5 038	-4 436	-5 100	-3 913	-1 174
Nadwyżka operacyjna	8 482	11 175	13 871	14 064	16 169	18 908
- Wydatki inwestycyjne	2 772	2 829	2 882	2 622	2 386	2 386
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	5 710	8 346	10 989	11 442	13 783	16 522
współczynnik dyskonta	91,0%	82,8%	75,3%	68,4%	62,2%	62,2%
Wartość bieżąca (PV FCF)	5 198	6 912	8 272	7 827	8 567	
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Premia za ryzyko (dług)	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Efektywny koszt długu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Dług / (Dług + Kapitały własne)	6,8%	5,7%	2,6%	2,3%	2,1%	2,1%
WACC	9,9%	9,9%	10,0%	10,0%	10,1%	10,1%
Suma DCF 2008-2012	36 777					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%					
Wartość rezydualna 2012+ (RV)	241 324					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	150 004					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	186 781					
Dług netto	-657					
Wartość 100% akcji (na 31.12.2007)	187 437					
Liczba akcji (tys. szt)	9 000					
Wartość 1 akcji, w zł (na 31.12.2007)	20,8					

Źródło: obliczenia własne

Wartość jednej akcji TETA S.A., przy tak przyjętych założeniach wyliczona metodą dochodową wynosi 20,80 zł.

Metoda porównawcza

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej TETA w stosunku do wybranych firm branży IT notowanych na GPW, co ma dać pogląd jak Spółka wyceniana jest w porównaniu do bezpośrednich konkurentów.

Za cenę przyjmowany jest aktualny kurs giełdowy, wartość księgową, sprzedaż, zysk operacyjny i netto dla porównywanych spółek obliczono na podstawie ostatnich opublikowanych danych finansowych (za cztery kwartały).

Wycena porównawcza na dzień 22.01.2008

Spółka	Kurs	P/Sales	P/E	P/EBIT	P/BV
ATM (s)	6,10 zł	1,2	9,5	8,4	1,0
Betacom	14,84 zł	0,2	11,2	9,8	1,4
B3System	3,09 zł	0,8	23,2	20,9	4,0
Comp (s)	62,80 zł	2,1	18,1	14,3	2,0
IVMX (s)	33,00 zł	1,8	22,3	18,2	2,3
LSI Soft (s)	8,39 zł	2,5	19,8	14,2	1,6
MCLOGIC (s)	50,40 zł	2,3	14,9	11,7	5,3
Quantum	18,40 zł	1,7	16,9	13,7	1,9
Qumak-Sekom	11,88 zł	0,7	16,3	14,0	2,3
SIMPLE (s)	11,65 zł	1,8	50,4	37,5	3,7
Talex	13,90 zł	0,4	20,8	20,2	1,0
Unima (s)	6,00 zł	1,0	17,7	13,2	0,9
Wola Info	12,29 zł	0,5	17,4	10,8	5,3
Mediana	x	1,2	17,7	14,0	2,0
TETA (s)	15,50	2,6	18,8	15,1	3,0
Wycena (w zł)	x	6,8	14,6	14,4	10,5

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek za ostatnie 4 kwartały

s- dane skonsolidowane

Obliczona wartość 1 akcji Spółki TETA metodą porównawczą mieści się w przedziale 6,8–14,6 zł.

Podsumowanie wyceny

W celu uzyskania końcowej wyceny, stosujemy odpowiednie wagi. Metoda dochodowa ma wagę 0,5 ze względu na jej największe znaczenie odnośnie oceny przyszłej sytuacji analizowanej spółki. W metodzie porównawczej wycena uzyskana za pomocą wskaźnika P/E ma wagę 0,25, P/EBIT 0,15, natomiast P/Sales i P/BV odpowiednio po 0,05.

Końcowa wycena TETA S.A.

Spółka	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,50	20,8
Metoda P/E	0,25	14,6
Metoda P/EBIT	0,15	14,4
Metoda P/BV	0,05	10,5
Metoda P/Sales	0,05	6,8
Końcowa wycena TETA S.A. (w zł)	1,00	17,1

Źródło: obliczenia własne

Oszacowana w ten sposób wartość 1 akcji Spółki TETA S.A. wynosi 17,1 zł. W związku z tym, że jest to o 10,3% więcej od bieżącej wyceny rynkowej, wydajemy rekomendację Trzymaj.



Kurs Spółki przez ostatnie kilkanaście sesji znajdował się w krótkoterminowej konsolidacji, tj. po przerwaniu trendu wzrostowego luty 2006 – maj 2007. Wybiecie w dół poniżej istotnego poziomego wsparcia przy 24 zł doprowadziło do pogłębienia przeceny. Obecnie kurs jest niższy o 42% w stosunku do swojego maksimum, oraz osiągnął pułap poniżej 61,8% zniesienia wymienionego trendu wzrostowego.

Krótkoterminowo może nastąpić próba obrony wsparcia w strefie 15-16 zł, ponieważ jest to poziom konsolidacji kursu z początku notowań TETA S.A. na GPW.

Informacje dodatkowe

Niniejsza analiza, zawierająca rekomendację inwestycyjną, jest skierowana do klientów Domu Maklerskiego AmerBrokers. Jest ona udostępniana nieodpłatnie. Autor analizy użył swojej najlepszej wiedzy i dolażył wszelkich starań aby analiza była sporządzona rzetelnie i obiektywnie. Autor analizy oraz Dom Maklerski AmerBrokers nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych, podjętych w oparciu o ten dokument. Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z Ustawy z dnia 04.02.1994 o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U.Nr 24, poz.83). W szczególności nie jest dozwolone powielanie i rozpowszechnianie powyższego bez zgody Domu Maklerskiego AmerBrokers.

Źródło danych – informacje ze spółki, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe, informacje prasowe oraz dostępne w Internecie.

Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie

P/E - cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/EBIT - cena do zysku operacyjnego na jedną akcję
P/Sales - cena do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję
P/BV - cena do wartości księgowej na jedną akcję
EPS - zysk netto przypadający na jedną akcję
BV/PS - wartość księgową przypadającą na jedną akcję
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
ROA - stopa zwrotu z aktywów
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
DCF - zdyskontowane przepływy pieniężne
FCF - wolne przepływy pieniężne
NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu (teoretyczny)
WACC - średni ważony koszt kapitału
PV - wartość bieżąca
RV - wartość rezydualna
EV - wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja spółki + zadłużenie netto)

Metody wyceny

W niniejszej analizie zastosowano dwie metody wyceny akcji Spółki: metodę dochodową i metodę porównawczą. Każda z tych metod ma swoje zalety, ale też jest obciążona wadami.

Metoda dochodowa (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności spółki lub Grupy Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczonym okresie prognozy (najbliższych 5 lat) zakładamy średni roczny przyrost zysków na określonym poziomie. Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się przepływów pieniężnych, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu poziomów bieżących wybranych wskaźników rynkowych Spółki lub Grupy Kapitałowej (np. P/E, P/EBIT, P/Sales, P/BV), z poziomami notowanymi przez spółki wybrane do porównania. Metoda porównawcza bazuje na założeniu, iż akcje spółki powinny być wyceniane na relatywnie podobnych poziomach co wybrane do porównania spółki. Metodę tą cechuje więc bardzo rynkowe podejście do wyceny akcji, co można uznać za jej zaletę. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na średnim poziomie w stosunku do innych spółek, co w niektórych przypadkach może okazać się błędne, biorąc pod uwagę różną kondycję finansową i perspektywę poszczególnych podmiotów.

Rekomendacja

Data pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie: sprawozdań finansowych publikowanych przez spółkę (również w przypadku, gdy elementy tych sprawozdań nie zostały zamieszczone w niniejszej analizie) oraz wyceny metodą dochodową i porównawczą.

Horyzont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji

KUPUJ - uważamy, że dana spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

SPRZEDAJ - sądzimy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

TRZYMAJ - uważamy, że akcje spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPUJ. Sądzimy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

NEUTRALNIE - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

Wykaz rekomendacji wydanych dla spółki w ciągu ostatnich 12 miesięcy: w okresie ostatnich 12 miesięcy DM AmerBrokers nie wydawał rekomendacji dla spółki TETA S.A.

Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers, a spółką: powiązania nie występują.

Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.