

# Teta S.A.

sektor / branża: IT

ticker: TET

ISIN: PLTETA000010



KUPUJ

20,96 PLN

## Opis spółki

Działalność Teta obejmuje produkcję własnych rozwiązań IT do zarządzania biznesem

## Dane podstawowe

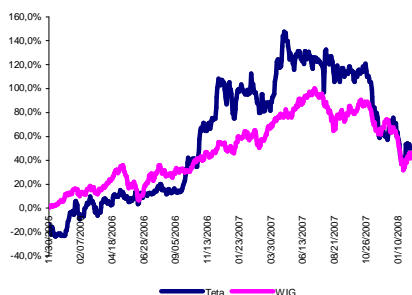
cena rynkowa (PLN)	16,99
<b>cena docelowa (PLN)</b>	<b>20,96</b>
liczba akcji (tys.)	9 000
kapitalizacja (mln PLN)	152,9
EV (mln PLN)	154,9

## Notowania

	Teta
free float (w mln zł)	58,7
średni obrót (w zł)	124 072
max cena 52 tyg (PLN)	28.89
min cena 52 tyg (PLN)	15.50

Główni akcjonariusze	% akcji	% głosów
Millenium TFI	14.4%	14.4%
Pioneer Pekao IM	12.4%	12.4%
PKO TFI	10.8%	10.8%
Andrzej Fryś	9.2%	9.2%
AIG OFE	7.4%	7.4%
CU IM S.A.	7.3%	7.3%
Pozostali akcjonariusze	38.4%	38.4%

ROC Teta vs WIG



## Analityk:

Bartosz Dębowski tel. (0-22) 329 43 44

## Teta coraz bardziej międzynarodowa

Działalność Teta S.A. obejmuje produkcję własnych rozwiązań IT do zarządzania biznesem. Swoją ofertę kieruje głównie do przedsiębiorstw średniej wielkości (zatrudniających powyżej 50 osób). Coraz mniejszy udział w przychodach zajmuje sprzęt i oprogramowanie innych firm (obecnie jest to 12%). Dodatkowo można zaobserwować rosnący udział przychodów ze sprzedaży systemów HR, gdzie spółka zajmuje obecnie pozycję lidera na rynku rozwiązań HR dla średnich przedsiębiorstw.

W 2007 roku rozpoczęła się budowa Grupy Kapitałowej Teta. Obecnie w jej skład wchodzi Pyton Management (w którym spółka ma 70% udziałów) oraz Teta HR Center, świadcząca usługi outsourcingowe HR. W tym roku planowany jest zakup pozostałych 30% udziałów w Pyton Management. Ma on być sfinansowany ze środków własnych spółki. Być może do końca lutego Teta poinformuje o przejęciu węgierskiej spółki, posiadającej bardzo mocną pozycję we wdrażaniu systemów HR w swoim kraju. Rozmowy w tej sprawie są już na bardzo zaawansowanym etapie.

Teta podawała do publicznej wiadomości o braku zagrożenia realizacją prognozy za poprzedni rok obrotowy. Przychody mają wynieść 60 mln zł, zysk netto natomiast 10 mln zł. Oznacza to, iż spółka powinna pochwalić się bardzo dobrą dynamiką wyników za 4 kwartał 2007 roku. Zysk netto w 4 kwartałach będzie 80% wyższy niż w analogicznym okresie roku ubiegłego.

Spółce powinno dalej sprzyjać dobre otoczenie makroekonomiczne. Mimo złej sytuacji w Stanach Zjednoczonych, u nas nadal nie ma zagrożenia, że nasza gospodarka ulegnie znacznemu spowolnieniu. Bardzo dynamicznie rośnie rynek ERP w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw. Po bardzo dobrym roku 2007, większość prognoz zakłada iż rok 2008 będzie jeszcze lepszy. Przyczyną się do tego z pewnością zwiększone dotacje z Unii Europejskiej dla tego segmentu rynku. Należy także zaznaczyć, iż poziom informatyzacji w naszym kraju jest wciąż bardzo niski. Wydatki na IT stanowią w Polsce zaledwie 2,2% PKB, w krajach rozwiniętych jest to prawie 7%. Tendencje te w kolejnych latach będą się z pewnością wyrównywać.

Spodziewamy się także, iż rynek ERP w kolejnych latach będzie się dalej konsolidował. Aby pozostać konkurencyjnym, spółki muszą tworzyć silne Grupy Kapitałowe. W przeciwnym razie same zostaną prędzej czy później przejęte. Dlatego bardzo pozytywnie oceniamy plany ekspansji zagranicznej. Oprócz dalszego umacniania pozycji rynkowej w Polsce, pozwoli to także firmie konkurować na rynkach zagranicznych.

Przed Tetą z pewnością kolejny rok poprawy wyników finansowych. Spodziewamy się, że spółka jest w stanie w 2008 rosnąć organicznie w tempie 20%. Wyznaczona przez nas cena docelowa na poziomie **20,96 zł**, oferuje **23,4%** premii w stosunku do obecnej ceny rynkowej, w związku z czym decydujemy się na rekomendację **KUPUJ** dla akcji Teta. Nasza prognoza nie uwzględnia węgierskiej akwizycji (brak jest jeszcze dokładnych danych na ten temat). Niemniej pojawiła się publiczna informacja na temat wstępnych szacunków zarządu odnośnie możliwego zysku netto na ten rok. Po uwzględnieniu akwizycji może się on zbliżyć do 15 mln zł, co dodatkowo wzmocniłoby rekomendację do kupna akcji Teta S.A.

	2006	2007 P	2008 P	2009 P	2010 P	2011 P
Przychody (mln PLN)	39,9	60,0	72,6	86,0	98,5	109,1
EBITDA (mln PLN)	8,6	15,0	18,3	21,4	23,4	24,8
EBIT (mln PLN)	7,1	13,0	15,8	18,7	20,4	21,3
Zysk netto (mln PLN)	6,4	9,8	12,8	15,2	16,5	17,3
EPS (PLN)	0,71	1,09	1,42	1,69	1,84	1,92
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P / E	23,9	15,6	12,0	10,1	9,3	8,8
EV / EBITDA	17,5	9,9	8,2	6,9	6,4	6,1

P - prognozy BM BGZ

---

## 1. WYCENA TETA S.A.

---

**TETA S.A.** jest firmą z branży IT zajmującą się produkcją i wdrażaniem oprogramowania wspomagającego zarządzanie przedsiębiorstwem.

Zdecydowaliśmy się dokonać wyceny **Teta S.A.** za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych
- metody porównawczej

Wycena fundamentalna pozwala wejrzeć w działalność operacyjną spółki i zbadać jej potencjał do generowania tzw. wolnych przepływów gotówkowych w przyszłości. Metoda porównawcza daje z kolei możliwość spojrzenia na spółkę na tle konkurencji i oszacowania w związku z tym poziomu benchmarku, który jest pewnego rodzaju docelowym poziomem jej wzrostu.

---

### 1.1. WYCENA DCF

---

Szacując wartość spółki zgodnie z modelem DCF ustaliliśmy, iż wartość TETA S.A. wynosi **207,3 mln zł**, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie **23,03 zł**. Wycena ta została sporządzona w oparciu o nasze prognozy wyników finansowych Teta w okresie 2008-2017. Ponadto:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniamy przyszłych akwizycji;
- dla wzrostu organicznego zakładamy utrzymanie obecnej struktury finansowania, bez udziału zadłużenia;
- zakładamy, że zapotrzebowanie na kapitał obrotowy będzie kształtowało się w okolicach 30% zmiany przychodów. Przyjęte przez nas wskaźniki rotacji:
  - dla należności jest to od 140-150 dni. Tak duży wskaźnik wynika ze specyfiki prowadzonej działalności. Wdrożenie systemu u klienta trwa zazwyczaj około 3-6 miesięcy, w związku z czym pieniądze do spółki spływają nieco później niż w zwykłych przedsiębiorstwach produkcyjnych. Obecnie 11 mln zł stanowią należności przeterminowane. Wynika to z „dżentelmeńskiej” umowy na nieco późniejsze spłaty należności. Nie stanowi to jednak zagrożenia, iż spółka będzie zmuszona dokonać odpisów w związku z niemożnością odzyskania swoich pieniędzy. Należności egzekucyjne są marginalne (około 100 tys zł). Jak do tej pory spółka nigdy nie była zmuszona do dużych odpisów aktualizujących. Zakładamy, że w kolejnych latach ta sytuacja się zmieni i nie będzie miała wpływu na wynik finansowy spółki;
  - w związku z wprowadzeniem nowych produktów *Teta Constellation* oraz *Teta Retail*, spodziewamy się początkowo wzrostu zapasów w dniach obrotu, a następnie jego spadku do średniego poziomu 45 dni;
  - dla zobowiązań handlowych zakładamy utrzymanie się wskaźników rotacji na poziomie od 30-40 dni;
- prognoza CAPEX została sporządzona w oparciu o cykl życia nowych produktów. Całkowicie nowy produkt jest wprowadzany zazwyczaj raz na 5 lat, po czym w kolejnych dwóch latach ponoszone są niewielkie wydatki na jego udoskonalanie (założenie 700 tys zł). Po tym okresie trwają już intensywne prace nad stworzeniem przez programistów nowego produktu. Spółka szacuje te wydatki na kwotę 2 mln Euro. W naszej projekcji dokonaliśmy rozłożenia tego wydatku na 3 lata

*Zgodnie z modelem DCF ustaliliśmy wartość jednej akcji TETA na poziomie **23,03 zł***

(po 2 mln w pierwszych dwóch latach i 3,5 mln zł w roku oddania nowego produktu do użytkowania). Dodatkowo zakładamy, że spółka będzie średniorocznie przeznaczać 300 tys. zł na urządzenia techniczne i środki transportu. Wartości niematerialne i prawne są amortyzowane w okresie 5 letnim. W 2008 roku zakładamy także inwestycje finansowe w wysokości 6 mln zł (brakujące 30% udziałów w Pyton Management);

- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na poziomie 5,95%, premia za ryzyko rynkowe – 5,5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na poziomie 1;
- wzrost wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 5%.

**Tabela 1. Wycena Teta S.A. metodą DCF**

(mln PLN)	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody	72,6	86,0	98,5	109,1	117,8	127,0	136,2	144,9	152,8	160,4
EBIT	15,8	18,7	20,4	21,3	22,1	24,1	26,4	27,7	28,3	29,1
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	12,8	15,2	16,5	17,3	17,9	19,5	21,4	22,4	22,9	23,6
Amortyzacja	2,47	2,67	3,00	3,46	3,35	2,91	2,08	2,08	2,08	2,09
CAPEX	1,00	1,00	2,30	2,30	3,80	1,00	1,00	2,30	2,30	2,09
Inwestycje w kapitał obrotowy	2,80	3,82	3,74	3,10	2,58	2,71	2,62	2,47	2,50	2,38
Inwestycje finansowe	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCFF</b>	<b>5,4</b>	<b>13,0</b>	<b>13,5</b>	<b>15,3</b>	<b>14,9</b>	<b>18,7</b>	<b>19,8</b>	<b>19,7</b>	<b>20,2</b>	<b>21,2</b>
<i>dynamika FCF</i>		141,8%	3,6%	13,8%	-2,9%	25,7%	6,0%	-0,6%	2,4%	5,0%
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt kapitału	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Koszt długu	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
% kapitału własnego	98,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
% długu	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>WACC</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>
DFCF	4,9	10,6	9,9	10,1	8,8	9,9	9,4	8,4	7,7	7,3
Suma DFCF (2008-2017)	86,9									
Wartość rezydualna (TV)	345,3									
Zdyskontowana TV	118,3									
Wartość działalności operacyjnej	205,2									
Gotówka netto	2,1									
Wartość kapitału własnego	207,3									
Liczba akcji (mln szt.)	9,0									
<b>Wartość 1 akcji Teta (11.02.2008)</b>	<b>23,0</b>									
EV/EBITDA*	13,7									
EV/EBIT*	11,2									
P/E*	21,1									

\* wskaźniki dla szacowanej ceny

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ

Poniżej prezentujemy wrażliwość wyceny metodą DCF na zmiany stopy wzrostu spółki po okresie prognozy i na stopę średniego ważonego kosztu kapitału (WACC):

**Tabela 2. Analiza wrażliwości wyceny Teta S.A. na przyjęte założenia**

		Zmiana nominalnej stopy wzrostu FCF po roku 2017 (w pp)				
		-1,0%	-0,5%	<b>0,0%</b>	0,5%	1,0%
WACC	-1,0%	24,60	25,87	<b>27,37</b>	29,18	31,39
	-0,5%	22,75	23,80	<b>25,02</b>	26,46	28,20
	<b>0,0%</b>	<b>21,16</b>	<b>22,03</b>	<b>23,03</b>	<b>24,20</b>	<b>25,59</b>
	0,5%	19,76	20,49	<b>21,33</b>	22,29	23,42
	1,0%	18,54	19,16	<b>19,86</b>	20,66	21,59

Źródło: BM BGZ

Kurs jest bardzo wrażliwy na zmiany stóp: kosztu kapitału oraz nominalnej stopy wzrostu. Jak wynika z powyższej analizy, przy podwyższeniu kosztu kapitału o 1 pp i obniżeniu nominalnej stopy wzrostu o 1 pp cena walorów spółki oparta o wycena DCF byłaby niższa o 19,5%. Natomiast w przypadku spadku kosztu kapitału oraz wzrostie spółki po okresie prognozy o 1 pp, otrzymujemy wycenę DCF na poziomie 31,39 zł, co dawałoby ponad 84% premii w stosunku do obecnej ceny rynkowej. Ponadto przedstawiamy wrażliwość wyceny na zmiany parametru beta oraz nominalnej stopy wzrostu FCF po okresie prognozy:

**Tabela 3. Analiza wrażliwości wyceny Teta S.A. na przyjęte założenia**

		Nominalna stopa wzrostu FCF po roku 2017 (w pp)								
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	<b>5,0%</b>	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
beta	0,5	29,96	31,86	34,15	37,00	<b>40,61</b>	45,36	51,86	61,31	76,33
	0,6	27,19	28,68	30,46	32,61	<b>35,27</b>	38,64	43,05	49,06	57,74
	0,7	24,87	26,06	27,47	29,14	<b>31,16</b>	33,65	36,79	40,89	46,45
	0,8	22,89	23,87	25,00	26,32	<b>27,89</b>	29,79	32,11	35,05	38,86
	0,9	21,20	22,00	22,93	23,99	<b>25,23</b>	26,71	28,49	30,67	33,41
	<b>1,0</b>	<b>19,73</b>	<b>20,40</b>	<b>21,16</b>	<b>22,03</b>	<b>23,03</b>	<b>24,20</b>	<b>25,59</b>	<b>27,26</b>	<b>29,30</b>
	1,1	18,44	19,00	19,64	20,35	<b>21,17</b>	22,12	23,23	24,53	26,10
	1,2	17,30	17,78	18,31	18,91	<b>19,59</b>	20,36	21,26	22,30	23,53
	1,3	16,29	16,70	17,15	17,65	<b>18,22</b>	18,86	19,59	20,44	21,42
	1,4	15,38	15,73	16,12	16,55	<b>17,02</b>	17,56	18,17	18,86	19,65
	1,5	14,57	14,87	15,20	15,57	<b>15,97</b>	16,43	16,93	17,51	18,16
1,6	13,83	14,09	14,38	14,69	<b>15,04</b>	15,42	15,85	16,34	16,88	

Źródło: BM BGZ

## 1.2. Wycena porównawcza

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o 6 spółek z sektora IT, które podobnie jak Teta, oferują oprogramowanie do zarządzania przedsiębiorstwem – Quantum Software, LSI Software, Macrologic, Comarch, ABG Spin oraz Qumak-Sekom.

**Quantum Software** zajmuje się tworzeniem oprogramowania komputerowego wspomagającego procesy logistyczne oraz wdrażanie w przedsiębiorstwach, koncentrujących się na logistyce kompletnych systemów informatycznych obejmujących również oprogramowanie innych producentów oraz sprzęt

**LSI Software** dostarcza systemy do zarządzania przedsiębiorstwem, zarządzania procesami oraz systemy sprzedaży i obsługi klientów. Swoją ofertę kieruje głównie do segmentów: handel detaliczny i hurtowy, gastronomia i hotele oraz małe i średnie przedsiębiorstwa.

**Macrologic** zajmuje się produkcją i sprzedażą oprogramowania wspomagającego zarządzanie przedsiębiorstwem oraz świadczeniem usług z nim związanych. Swoje produkty adresuje do przedsiębiorstw średniej wielkości.

**Comarch** koncentruje swą działalność na projektowaniu, wykonywaniu i dostarczaniu systemów informatycznych, obejmujących oprogramowanie, sprzęt komputerowy i sieciowy, usługi wdrożeniowe, szkoleniowe i eksploatacyjne.

**ABG Spin** to firma powstała w wyniku połączenia firm ABG i Ster-Projekt. Przedmiotem działalności spółki jest projektowanie, instalacja, wdrażanie i nadzorowanie specjalistycznych systemów radio-telekomunikacyjnych. W swojej ofercie ma także systemy do zarządzania przedsiębiorstwem.

**Qumak-Sekom** jest spółką sektora informatycznego, która operuje na styku branży budowlano-inżynierskiej. Spółka prowadzi zdywersyfikowaną działalność dzieląc przychody między trzy pionierzy: integracji systemowej, aplikacji biznesowych oraz technologii inteligentnego budynku.

Do pomiaru wartości analizowanej spółki wykorzystaliśmy trzy najpopularniejsze wskaźniki: EV/EBITDA (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed opodatkowaniem, oprocentowaniem i amortyzacją), EV/EBIT (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed opodatkowaniem i oprocentowaniem) oraz P/E (cena do zysku na jedną akcję).

**Tabela 4. Wycena spółki metodą porównawczą**

Spółka	EV/ EBIT	EV/ EBIT	EV/ EBIT	P/E	P/E	P/E	EV/ EBITDA	EV/ EBITDA	EV/ EBITDA
	2007P	2008P	2009P	2007P	2008P	2009P	2007P	2008P	2009P
QUANTUM	11,5	9,5	8,0	19,9	14,9	12,3	9,0	7,4	6,3
LSI SOFTWARE	21,5	13,8	12,0	20,4	17,0	13,6	9,9	8,3	7,2
MCLAGIC	8,0	6,5	5,5	15,4	12,6	10,8	8,0	6,5	5,5
COMARCH	21,2	15,3	12,3	23,3	18,5	15,1	15,3	12,3	10,0
ABG	14,0	11,2	9,3	20,2	14,5	11,6	10,6	8,6	7,2
QUMAK-SEKOM	13,2	10,8	8,5	17,5	13,7	10,9	11,1	9,2	7,5
Mediana	13,6	11,0	8,9	20,0	14,7	11,9	10,2	8,4	7,2
<b>TETA</b>									
wskaźniki dla TETA S.A.	11,6	9,6	8,1	15,6	12,0	10,1	9,9	8,2	6,9
Implikowana cena 1 akcji TETA	19,5	19,5	18,8	21,9	20,9	20,1	17,7	17,6	17,4

**Wycena 1  
akcji (PLN)** **18,89**

*Zródło: BM BGZ S.A.*

*P - prognozy BM BGZ*

Na podstawie wskaźnika P/E otrzymujemy średnią wycenę w okolicach 20,8 zł. Niższa wycena na podstawie wskaźników EV/EBIT oraz EV/EBITDA wynika z mniejszego stanu gotówki Teta S.A. w porównaniu do konkurentów. Po uwzględnieniu wag dla poszczególnych wskaźników i lat prognozy otrzymaliśmy wycenę walorów spółki na poziomie **18,89 zł**. Warto zauważyć, iż wszystkie z porównywalnych spółek są notowane z niskimi wskaźnikami na rok 2008 (na podstawie prognoz BM BGZ). Mediana wskaźnika P/E wynosi 14,7 zaś EV/EBITDA 8,4. Świadczy to o niedowartościowaniu całej branży na rynku. W okresach lepszej koniunktury wskaźnik P/E dla sektora IT zwykle nie był niższy od 20.

### 1.3. Podsumowanie wyceny

Mimo dużego potencjału wzrostu wyników finansowych w roku 2008, ostateczną cenę walorów spółki wyznaczaliśmy jako średnią arytmetyczną z obu wycen. Argumentujemy to niedowartościowaniem całej branży, w związku z czym inwestor może w równym stopniu chcieć nabyć zarówno akcje spółki Teta jak i innych firm z sektora, które także powinny poprawić wyniki finansowe w tym roku.

**Tabela 5. Wycena końcowa**

	wycena	wycena 1	
		akcji	wagi
Metoda DCF	207 281	23,03	50%
Metoda porównawcza	169 972	18,89	50%
<b>Wycena TETA (11.02.2008)</b>	188 626	<b>20,96</b>	
obecna cena akcji (11.02.2008)		<b>16,99</b>	
<i> premia</i>		<i>23,4%</i>	

Ostatecznie oszacowaliśmy obecną wartość Teta S.A. na poziomie **188,63 mln zł**, co implikuje wartość jednej akcji na poziomie **20,96 zł**. W związku z **23,4%** potencjałem wzrostu decydujemy się na rekomendację **KUPUJ** dla akcji Teta S.A. Chcielibyśmy także zwrócić uwagę na fakt, iż nasze projekcje nie uwzględniają potencjalnego przejścia spółki węgierskiej oraz na niedowartościowanie innych spółek z sektora. Wraz z poprawą sytuacji na naszym rynku, także kursy tych spółek mogą mieć inklinacje do wzrostów, co oznaczałoby także wyższą wycenę porównawczą.

## 2. Charakterystyka Teta S.A.

### 2.1. Historia Teta S.A.

**Tabela 6. Historia Teta S.A.**

<b>1987</b>	Powstanie przedsiębiorstwa innowacyjnego Teta Sp. z o.o.
<b>1990</b>	pierwsze wdrożenia systemu kadrowo-płacowego Teta KP (Kadry Płace), przeznaczonego dla firm o mniejszych wymaganiach funkcjonalnych, usprawniającego w danej firmie pracę komórki odpowiedzialnej za rozliczenia
<b>1991</b>	wprowadzenie na rynek pakietu, wspomagającego zarządzanie przedsiębiorstwem
<b>1995</b>	pierwsze wdrożenie systemu do zarządzania kapitałem ludzkim - Teta Personel, dedykowanego dla dużych przedsiębiorstw
<b>1998</b>	zmiana formy prawnej na spółkę akcyjną
<b>1999</b>	wprowadzenie na rynek pakietu ERP - Teta 2000, przeznaczonego dla średnich i dużych firm oraz instytucji, wspomagającego zarządzanie przedsiębiorstwem
<b>2001</b>	wprowadzenie na rynek produktów Teta CRM i Teta Controlling, uzyskanie statusu - Microsoft Gold Certified Partner for Software Products
<b>2003</b>	wprowadzenie na rynek Teta Biznes Partner, produktu dedykowanego dla firm i instytucji średniej wielkości
<b>2004</b>	uzyskanie statusu - Oracle Certified Advantage Partner
<b>2005</b>	wprowadzenie na rynek - Teta HRM, współpracującego z systemem Teta Personel, pakietu aplikacji, wspomagających obszary zarządzania zasobami ludzkimi, tworzących samoobsługową platformę internetową, z której mogą korzystać <u>pracownicy i menedżerowie</u> 29.11.2005 - debiut Teta S.A. na giełdzie
<b>2006</b>	wprowadzenie na rynek Teta Constellation - systemu ERP do kompleksowego zarządzania przedsiębiorstwem opartego na technologii Oracle i Microsoft.Net
<b>2007</b>	Wprowadzenie na rynek produktu Teta Retail Rozpoczęcie budowy Grupy Kapitałowej, zakup 70% udziałów Pyton Management za 10,8 mln zł, powołanie spółki Teta HR Center, zajmującej się outcourcingiem HR

Źródło: Prospekt emisyjny akcji serii H

### 2.2. Ogólne informacje

**Teta S.A.** dostarcza rozwiązania informatyczne optymalizujące procesy biznesowe w średnich i dużych firmach produkcyjnych, handlowych oraz usługowych. Obszar działalności można podzielić na trzy obszary:

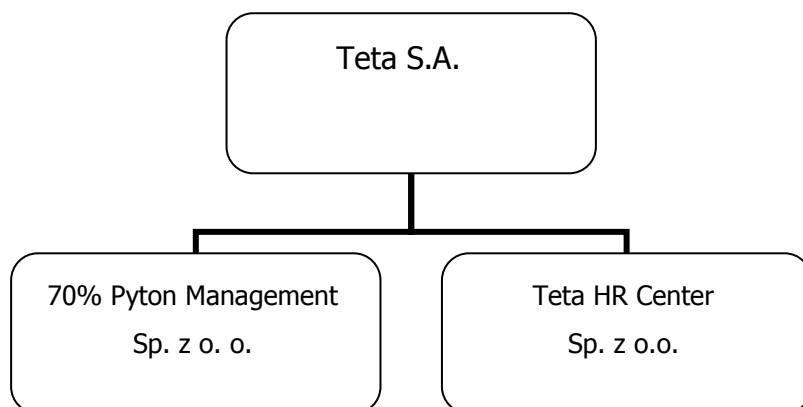
- Produkcja autorskiego oprogramowania – projektowanie nowych produktów związanych z zarządzaniem procesami biznesowymi
- Usługi implementacji oprogramowania – uwzględniające usługi konsultingowe związane z optymalizowaniem procesów biznesowych, usługi wdrożeniowe polegające na parametryzacji oprogramowania, czyli dostosowanie produktu do indywidualnych potrzeb klienta oraz usługi szkoleniowe w zakresie używania produktów Teta

- Opieka nad eksploatowanymi systemami, uwzględniająca utrzymanie oprogramowania w zgodności ze zmieniającymi się regulacjami prawnymi (za które spółka pobiera stałe opłaty – *maintenance fee*).

W chwili obecnej spółka prowadzi działalność wyłącznie na terytorium Polski. W planach jest rozbudowa Grupy Kapitałowej także na rynkach zagranicznych. Rozmowy w sprawie przejścia jednego z większych graczy rynku HR na Węgrzech są już na bardzo zaawansowanym etapie. Podstawowymi rynkami spółki są rynek ERP dla średnich i dużych przedsiębiorstw oraz rynek systemów HR (rozwiązań do zarządzania kapitałem ludzkim). Największe znaczenie dla Spółki mają rynek mazowiecki, gdzie ma siedzibę znaczna liczba dużych firm, oraz dolnośląski (pręźnie rozwijający się region siedziby spółki). Głównymi odbiorcami rozwiązań Teta S.A. są firmy średniej wielkości o przychodach od 20 do 300 mln zł i zatrudnieniu od 50 do 500 osób, o profilu zarówno handlowym, usługowym jak i produkcyjnym. Należy zaznaczyć, że baza klientów jest bardzo zdywersyfikowana. Udział w przychodach ogółem największego klienta nie przekracza 5% przychodów ogółem. Zgodnie z danymi spółki, oprogramowanie Tety eksploatuje już ponad 1000 dużych i średnich firm. W 2007 roku zostały wprowadzone na rynek nowe produkty – Teta Constellation (następca popularnej Tety 2000) oraz Teta Retail, produkt do obsługi sieci detalicznej.

Zarząd spółki zgodnie z przyjętą strategią rozwoju Spółki rozpoczął budowę Grupy Kapitałowej.

#### **Wykres 1. Grupa Kapitałowa Teta S.A. (stan na 11.02.2008)**



*Źródło: Spółka*

W styczniu 2007 dokonano zakupu 70% udziałów w firmie Pyton Management Sp z.o.o. Na ten cel Teta wydała nieco ponad 10 mln zł. Zakup brakujących 30% udziałów zostanie dokonany w tym roku w dwóch transzach (po 15% w pierwszym półroczu oraz drugim półroczu). Zostanie on sfinansowany ze środków własnych. Pyton Management to firma konsultingowo –wdrożeńiowa. Główny segment działania to *Knowledge Management* (zarządzanie wiedzą). Spółka specjalizuje się w projektowaniu i analizie procesów oraz przepływie informacji w organizacji. Dodatkowo została powołana spółka Teta HR Center, oferująca ściśle dopasowany do danego klienta outsourcing procesów personalnych.

---

## **2.3. Otoczenie rynkowe Teta S.A.**

---

### ***2.3.1. Otoczenie makroekonomiczne***

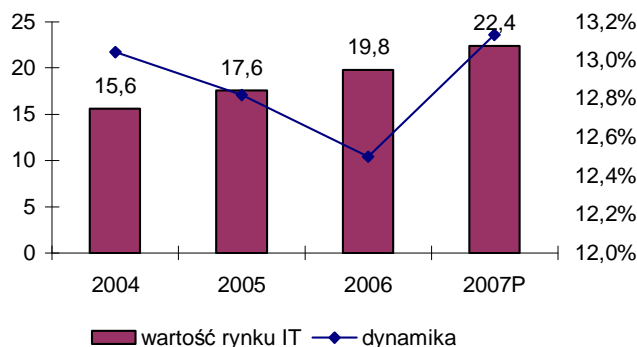
---

Pogorszenie sytuacji makroekonomicznej w Stanach Zjednoczonych, wynikające z kryzysem na rynku kredytów *subprime*, nie będzie w najbliższym czasie w sposób bardzo znaczący wpływać na wzrost gospodarczy w Polsce. Prognozy większości ekonomistów mówią o 5,5% wzroście PKB w roku 2008. Głównymi motorami tego wzrostu będą nadal spożycie indywidualne oraz inwestycje.

### 2.3.2. Rynek IT

Agencja badawcza PMR prognozuje, że rynek IT w Polsce powinien w 2007 roku osiągnąć wartość przekraczającą 22 mld zł. Dynamika wzrostu w ubiegłym roku powinna przekroczyć 13%. Prognozy na lata następne mówią o dalszym dwucyfrowym wzroście. Przyczynią się do tego takie czynniki jak: dalszy wzrost PKB, wykorzystanie funduszy unijnych, wzrost świadomości użytkowania narzędzi IT oraz wzrost konkurencji na rynku.

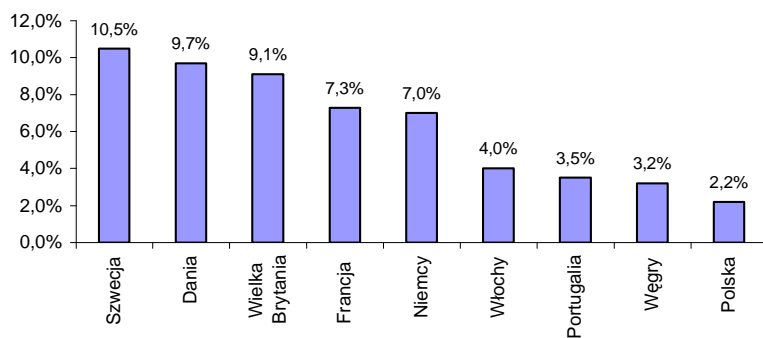
**Wykres 2. Wartość rynku IT (w mld zł) oraz dynamika wzrostu r/r**



Źródło: PMR Publications

Wartość krajowego rynku IT jest determinowana w dużej mierze wysokością zamówień sektora publicznego oraz stopnia wykorzystania przez polskich przedsiębiorców środków unijnych. Po przystąpieniu do UE polskie przedsiębiorstwa uzyskały bowiem szeroki dostęp do różnych funduszy unijnych. Środki te mają za zadanie doprowadzić w dłuższej perspektywie do zatarcia różnic gospodarczych między poszczególnymi państwami UE. A te są znaczące. Obecnie w Polsce wydatki na informatyzację stanowią zaledwie 2,2% PKB. Porównanie Polski z innymi wybranymi krajami UE przedstawia poniższy wykres:

**Wykres 3. Udział wydatków IT jako procent PKB w wybranych krajach UE**



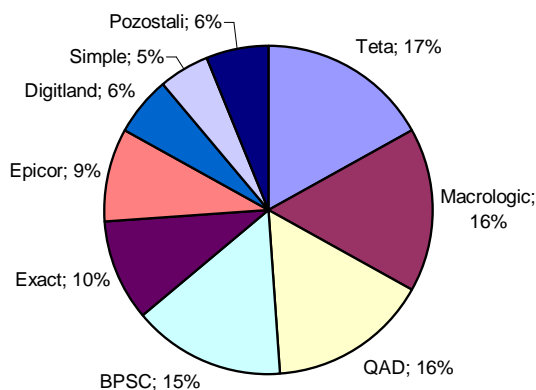
Źródło: Spółka

Aby wyrównać te różnice każda firma z siedzibą w Polsce może otrzymać dotację w wysokości 50% projektu na inwestycje i wdrożenie dotyczące nowych technologii i rozwiązań innowacyjnych. Dofinansowanie może dotyczyć kosztów zakupu usług, oprogramowania oraz sprzętu. Spodziewamy się, że w kolejnych latach dzięki tym środkom pomocowym udział wydatków IT w PKB powinien w Polsce znacząco wzrastać. Średnia dla krajów Europy Zachodniej to 6,9%.

### 2.3.3. Rynek ERP

Dynamika wzrostu polskiego rynku ERP sięgnęła w 2007 roku 15%. Wartość tego segmentu rynku wynosi szacunkowo 450-500 mln zł. Podobna dynamika powinna się utrzymać przez najbliższe dwa-trzy lata (IDC szacuje średnioroczny wzrost w tempie nawet 16%). Największy wzrost przewiduje w segmencie średnich przedsiębiorstw, a więc segmentu w którym swoją działalność prowadzi spółka Teta S.A. Maleje systematycznie udział wdrożeń w dużych przedsiębiorstwach (zatrudniających powyżej 500 osób). Segment ten wydaje się już w dużej mierze nasycony rozwiązaniami ERP.

**Wykres 4. Rynek ERP w segmencie średnich przedsiębiorstw w 2006 roku**



Źródło: Spółka

Rynek ERP w segmencie dla spółek małej i średniej wielkości jest dość mocno rozdrobniony. Teta S.A. jest jednym z większych graczy w tej grupie docelowej klientów (jest natomiast bezsprzecznym liderem w segmencie HR dla MSP). Spółka liczy, że nowe produkty Teta Constellation oraz Teta Retail przyczynią się do dalszego umacniania pozycji na rynku. Ambitne plany spółki mówią o chęci osiągnięcia 30% udziału w rynku ERP dla średnich przedsiębiorstw.

Konsolidacja na rynku polskiego ERP wydaje się nieunikniona. W kolejnych latach będziemy pewnie dalej obserwować wypieranie z rynku mniejszych firm, które wraz z silnym rozwojem technologicznym, mogą mieć problemy z zapewnieniem klientom odpowiedniej obsługi. Nie da się bowiem produkować oprogramowania ERP na dłuższą metę będąc małą firmą. Póki co wydaje się, że obecne firmy na GPW nie będą na razie przedmiotem potencjalnych przejęć. Raczej same będą konsolidować mniejsze podmioty z branży. Natomiast w dłuższym terminie potencjalni przejmujący mogą okazać się celami. Globalny rynek ERP konsolidowany jest przez międzynarodowe koncerny (takie jak Oracle czy Sap), które próbują wejść na rynek średnich firm. Lepszym rozwiązaniem dla nich jest zakup lokalnych firm o dużym udziale rynkowym, oferujących pełną *customizację* rozwiązań pod danego klienta, niż budowanie własnych struktur w innym kraju. Takie przedsiębiorstwa jak Teta, Macrologic czy BPSC, aby zachować swoją pozycję muszą budować Grupy Kapitałowe. W przeciwnym razie kwestią czasu jest kiedy staną się łakomym celem inwestorów zagranicznych. Dlatego bardzo pozytywnie odbieramy plany Teta S.A., dotyczące budowy Grupy Kapitałowej. Po przejęciu 70% udziału w Pyton Management (docelowo spółka będzie mieć 100% udziałów) niebawem powinno dojść także do podpisania umowy zakupu udziałów czołowego gracza na rynku HR na Węgrzech. Akwizycja ta powinna wzmocnić pozycję spółki na rynku krajowym oraz pozwolić jej konkurować także na rynkach zagranicznych.

### 3. Wyniki finansowe

Strukturę przychodów spółki obrazuje poniższa tabela:

**Tabela 7. Struktura przychodów spółki**

	2003	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
ERP	38,2%	44,9%	49,0%	51,2%	48,1%	47,7%	48,3%	48,9%	49,5%	50,2%
HR	31,0%	29,7%	33,5%	35,6%	38,7%	40,3%	40,8%	41,4%	41,8%	42,2%
inne	5,5%	5,3%	2,3%	0,8%	1,2%	1,0%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
towary	25,4%	20,1%	15,2%	12,4%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań fin.spółki

P - prognozy BM BGŻ

Obserwując strukturę przychodów warto zwrócić uwagę na fakt coraz mniejszego udziału sprzętu. Jeszcze w 2003 roku stanowił on 25,4% wszystkich przychodów spółki. Obecnie jest to już 12%. Ze względu na dalszy spadek cen sprzętu komputerowego (który można przewidywać na lata najbliższe, ze względu na rozwój technologiczny) w kolejnych latach ten trend powinien się utrzymać. Wzrastać natomiast będzie udział licencji własnych ERP oraz HR. Wyraźnie widać także coraz większy udział systemów HR, w którym to segmencie rynku Teta jest wyraźnym liderem w swojej grupie docelowej klientów. W okresie prognozy zakładamy, że oba segmenty będą rosły w porównywalnym tempie.

**Tabela 8. Najważniejsze wyniki finansowe spółki**

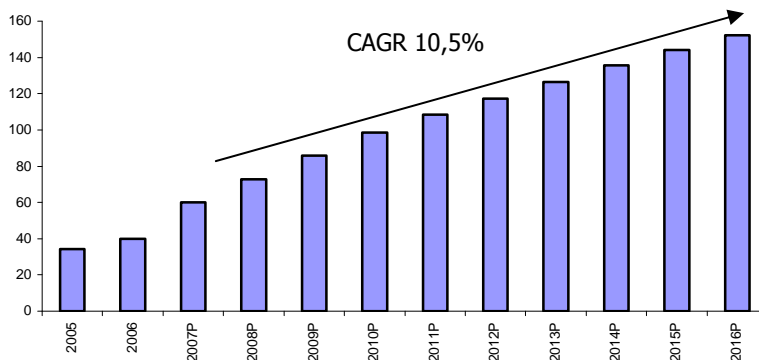
	2006	1Q 2007	2Q 2007	3Q 2007	4Q 2007P	2007P	2008P
przychody	39,9	13	13	12	22	60,0	72,6
dynamika r/r	16,70%	61%	42%	48%	36%	50,2%	21,0%
EBIT	7,1	1,7	1,4	2,6	7,3	13,0	15,8
marża EBIT	17,8%	13,0%	10,8%	21,7%	33,3%	21,7%	21,8%
zysk netto	6,40	1,30	0,89	1,97	5,67	9,8	12,8
marża netto	16,0%	9,9%	6,8%	16,4%	25,8%	16,4%	17,6%

Źródło: Sprawozdania finansowe spółki

P-prognozy BM BGŻ

Teta charakteryzuje się bardzo dobrą dynamiką przychodów ze sprzedaży. W 2006 roku przychody wyniosły prawie 40 mln zł i były wyższe od tych z 2005 o 16,7%. Dynamika wyższa od całego rynku będzie zachowana także w roku 2007. Według prognozy spółki, w ubiegłym roku udało się wypracować 60 mln zł przychodów. To o 50% więcej niż rok wcześniej. Bez uwzględnienia przejęcia Pyton Management (miał osiągnąć około 10 mln zł obrotów), dynamika wyniosłaby 25%, a więc również więcej od prognoz dynamiki dla całego rynku ERP, które mówiły o wzroście rynku w tempie 15%. Tak dobrą dynamikę spółka zawdzięcza coraz większej ilości sprzedaży licencji na swoje produkty. Wyniki finansowe charakteryzują się naturalną dla sektora IT sezonowością. Średnio 40% rocznych wyników spółka osiąga w 4 kwartale. Wynika to z faktu, iż większość odbiorców decyduje się na wdrożenia oprogramowania pod koniec roku, aby mogły korzystać z nich w pełni od 1 stycznia.

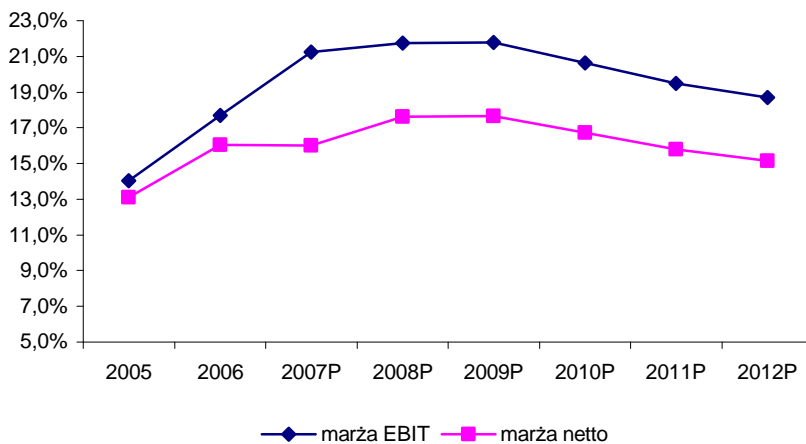
**Wykres 5. Osiągnięty oraz prognozowany poziom przychodów ze sprzedaży (w mln zł)**



Źródło: Spółka, 2008-2016 prognozy BM BGŻ

Oczekujemy, że najbliższe trzy lata będą okresem dalszego dynamicznego wzrostu powyżej rynku ERP. Przyczynią się do tego wprowadzenie nowych produktów (Teta Constellation oraz Teta Retail, z którymi spółka wiąże bardzo duże nadzieje) oraz bardzo dobre referencje spółki wśród klientów, co pozwala firmie zdobywać kolejne kontrakty. Zakładamy, że w kolejnych latach wraz z prognozowanym wolniejszym wzrostem gospodarczym dynamika ta będzie systematycznie maleć. Średnioroczny wzrost (CAGR) przychodów na lata 2008-2017 w całym okresie prognozy wynosi 10,5%.

**Wykres 6. Rentowność EBIT oraz netto Teta S.A.**



Źródło: Sprawozdania spółki

P - prognozy BM BGŻ

Porównywalnie niższe od obecnych rentowności EBIT oraz netto w roku 2005 wynikają z większego udziału sprzętu oraz licencji obcych w łącznej sumie przychodów ze sprzedaży (wynosił on 25%). Wraz z dalszym rozwojem swoich produktów oraz coraz niższego udziału mniej rentownych towarów, poprawia się rentowność prowadzonej działalności. Duże uzależnienie rentowności w danym roku od ilości sprzedanych licencji bardzo dobrze widać w wynikach kwartalnych. Zdecydowanie najwyższe marże spółka osiąga w 4 kwartale. Jest to bezpośrednio powiązane ze zwiększoną sprzedażą licencji w tym okresie. Przychody z tytułu udzielania licencji są bowiem wolne od kosztów sprzedaży. Taka sezonowość powtarza się regularnie od paru lat i niewiele wskazuje na to, by w najbliższym czasie miało się to zmienić. Wzrost sprzedaży licencji bardzo dobrze widać także w kosztach sprzedaży. Wcześniej stanowiły one 10% wszystkich przychodów. Obecnie ich udział zmalał do 8%. Z posiadanych przez nas informacji wynika, że spółka w 2007 roku sprzedała 25% więcej nowych licencji niż w roku 2006. Rentowność operacyjna za ubiegły rok nie powinna spaść poniżej

---

21%. Nieproporcjonalna poprawa marży netto (prognoza mówiła o 10 mln zł zysku netto w całym 2006 roku) w stosunku do roku 2006 wynika w dużej mierze z wyższej efektywnej stopy podatkowej. Ubiegłoroczny zysk będzie już obciążony stawką 19% (w 2006 roku spółka mogła skorzystać z korzystnej interpretacji Urzędu Skarbowego, dotyczącej możliwości rozliczenia straty z lat poprzednich, dzięki czemu jej efektywna stopa podatkowa wyniosła zaledwie 7%). W naszej projekcji zakładamy, iż spółce uda się utrzymać podobną rentowność w najbliższych dwóch latach. Utrzymaniu wysokiej marży, będą sprzyjać – dalszy dynamiczny wzrost sprzedaży licencji kosztem sprzętu oraz wprowadzenie możliwości zdalnego świadczenia usług u klienta. Niewykluczone nawet, że spółce uda się osiągnąć w roku 2008 wyższą rentowność od zakładanej w naszej projekcji (cel spółki to 25% rentowności z działalności operacyjnej). Skokowa poprawa rentowności netto w roku 2008 to także wynik założenia zakupu brakujących udziałów w Pyton Management (firma jest bardzo rentowna, szacunki za 2007 mówią o 2,5 mln zł zysku netto przy 10 mln zł przychodów). Po okresie bardzo dynamicznego wzrostu zakładamy bezpiecznie spadek marży, co będzie wynikiem zwiększonej konkurencji na bardzo dynamicznym rynku ERP w segmencie średnich przedsiębiorstw. Średnioroczna rentowność EBIT w okresie prognozy wynosi 19,6% natomiast netto 15,9%.

## 4. PROGNOZY

Poniziej przedstawiamy prognozy wyników finansowych Teta S.A. na których oparliśmy naszą wycenę:

**Tabela 9. Prognoza rachunku zysków i strat**

(mln PLN)	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Przychody netto</b>	<b>39,9</b>	<b>60,0</b>	<b>72,6</b>	<b>86,0</b>	<b>98,5</b>	<b>109,1</b>	<b>117,8</b>
<i>zmiana r/r</i>	<i>53,4%</i>	<i>50,2%</i>	<i>21,0%</i>	<i>18,5%</i>	<i>14,6%</i>	<i>10,7%</i>	<i>8,0%</i>
Przychody ze sprzed. produktów	35,0	52,8	64,6	77,4	89,7	100,3	109,6
Przychody ze sprzed. tow. i mat.	4,9	7,2	8,0	8,6	8,9	8,7	8,2
<b>Koszt sprzed. prod., tow. i mat.</b>	<b>24,5</b>	<b>34,8</b>	<b>42,1</b>	<b>49,9</b>	<b>58,2</b>	<b>65,7</b>	<b>71,9</b>
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	20,5	29,1	35,6	42,8	50,7	58,2	64,6
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	4,0	5,8	6,5	7,1	7,5	7,5	7,3
<b>Zysk (strata) brutto na sprzedaży</b>	<b>15,5</b>	<b>25,2</b>	<b>30,5</b>	<b>36,1</b>	<b>40,3</b>	<b>43,4</b>	<b>45,9</b>
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>38,76%</i>	<i>41,94%</i>	<i>41,95%</i>	<i>41,98%</i>	<i>40,91%</i>	<i>39,77%</i>	<i>38,98%</i>
Koszty sprzedaży	3,5	5,4	6,5	7,7	8,9	9,8	10,6
Koszty ogólnego zarządu	4,8	6,7	8,1	9,6	11,0	12,2	13,2
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>7,2</b>	<b>13,0</b>	<b>15,8</b>	<b>18,7</b>	<b>20,4</b>	<b>21,3</b>	<b>22,1</b>
Saldo z pozostałej działalności operacyjnej	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>8,6</b>	<b>15,2</b>	<b>18,4</b>	<b>21,8</b>	<b>23,4</b>	<b>24,8</b>	<b>25,5</b>
<b>EBIT</b>	<b>7,1</b>	<b>13,0</b>	<b>15,8</b>	<b>18,7</b>	<b>20,4</b>	<b>21,3</b>	<b>22,1</b>
<i>marża operacyjna</i>	<i>17,70%</i>	<i>21,74%</i>	<i>21,75%</i>	<i>21,78%</i>	<i>20,71%</i>	<i>19,57%</i>	<i>18,78%</i>
Saldo z działalności finansowej	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	6,9	13,0	15,8	18,7	20,4	21,3	22,1
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>6,9</b>	<b>13,0</b>	<b>15,8</b>	<b>18,7</b>	<b>20,4</b>	<b>21,3</b>	<b>22,1</b>
<i>marża brutto</i>	<i>17,19%</i>	<i>21,74%</i>	<i>21,75%</i>	<i>21,78%</i>	<i>20,71%</i>	<i>19,57%</i>	<i>18,78%</i>
Podatek dochodowy	0,5	2,5	3,0	3,6	3,9	4,1	4,2
udziały mniejszości	0,0	0,74	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>6,4</b>	<b>9,8</b>	<b>12,8</b>	<b>15,2</b>	<b>16,5</b>	<b>17,3</b>	<b>17,9</b>
<i>marża netto</i>	<i>16,04%</i>	<i>16,37%</i>	<i>17,61%</i>	<i>17,65%</i>	<i>16,78%</i>	<i>15,85%</i>	<i>15,21%</i>

Zródło: BM BGZ S.A.

P - prognozy BM BGZ

**Tabela 10. Prognoza bilansu**

(mln PLN)	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>AKTYWA</b>	<b>37,8</b>	<b>64,5</b>	<b>70,0</b>	<b>86,7</b>	<b>104,8</b>	<b>123,6</b>	<b>142,9</b>
Aktywa trwałe	11,0	27,0	25,6	23,9	23,2	22,0	22,5
Wartości niematerialne i prawne	8,6	24,8	23,5	21,9	21,4	20,6	21,0
Rzeczowe aktywa trwałe	1,5	1,4	1,3	1,2	1,0	0,7	0,8
Pozostałe	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Aktywa obrotowe	26,8	37,4	44,4	62,8	81,6	101,6	120,4
Zapasy	3,0	5,5	4,4	5,2	6,2	7,1	7,9
Należności krótkoterminowe	23,5	25,5	30,9	35,4	39,8	43,4	46,6
Inwestycje krótkoterminowe	0,0	4,7	7,5	20,5	34,0	49,3	64,2
Rozliczenia międzyokresowe	0,3	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>PASYWA</b>	<b>37,8</b>	<b>64,5</b>	<b>70,0</b>	<b>86,7</b>	<b>104,8</b>	<b>123,6</b>	<b>142,9</b>
Kapitał własny	22,6	46,2	59,0	74,2	90,7	108,0	125,9
Kapitał zakładowy	7,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Kapitał zapasowy	9,2	26,6	37,2	50,0	65,2	81,7	99,0
Zysk netto	6,4	9,8	12,8	15,2	16,5	17,3	17,9
Udziały mniejszości	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	15,2	18,3	11,0	12,6	14,2	15,6	17,0
Zobowiązania długoterminowe	0,0	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe nieoprocentowane	7,8	8,5	9,8	11,4	13,0	14,5	15,9
<i>Kredyty i pożyczki</i>	4,6	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy i rozliczenia międzyokresowe	2,8	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ

**Tabela 11. Rachunek przepływów pieniężnych**

(mln PLN)	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>12,5</b>	<b>14,1</b>	<b>15,8</b>	<b>17,7</b>	<b>18,7</b>
Zysk netto	6,4	9,8	12,8	15,2	16,5	17,2	17,8
Amortyzacja	1,6	2,0	2,5	2,7	3,1	3,5	3,4
Zmiana kapitału obrotowego	1,4	7,0	2,8	3,8	3,8	3,1	2,6
Inne	-4,4	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-6,5</b>	<b>-4,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,9</b>
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-6,5	-4,2	-1,1	-1,1	-2,4	-2,4	-3,9
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>4,2</b>	<b>6,8</b>	<b>-8,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
wpływy z emisji akcji	0,0	19,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu kredytów i pożyczek	4,2	-2,0	-2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje finansowe	0,0	-11,0	-6,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	0,0	4,6	2,7	13,0	13,4	15,3	14,8
Środki pieniężne na początek okresu	0,0	0,0	4,6	7,3	20,3	33,7	48,9
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>0,0</b>	<b>4,6</b>	<b>7,3</b>	<b>20,3</b>	<b>33,7</b>	<b>48,9</b>	<b>63,8</b>

Źródło: BM BGZ S.A.

P - prognozy BM BGZ

**Tabela 12. Najważniejsze wskaźniki finansowe**

(mln PLN)	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Zmiana przychód netto ze sprzedaży	16,69%	50,20%	21,00%	18,45%	14,58%	10,69%	8,03%
Zmiana EBITDA	187,55%	76,44%	21,04%	18,64%	7,20%	5,97%	2,73%
Zmiana EBIT	82,38%	84,50%	21,05%	18,67%	8,93%	4,60%	3,69%
Zmiana zysku netto	86,48%	53,34%	30,16%	18,67%	8,93%	4,60%	3,69%
Marża brutto na sprzedaży	38,76%	41,94%	41,95%	41,98%	40,91%	39,77%	38,98%
Marża EBIT	17,70%	21,74%	21,75%	21,78%	20,71%	19,57%	18,78%
Marża EBITDA	21,57%	25,34%	25,35%	25,38%	23,75%	22,74%	21,62%
Marża zysku brutto	17,19%	21,74%	21,75%	21,78%	20,71%	19,57%	18,78%
Marża zysku netto	16,03%	16,37%	17,61%	17,65%	16,78%	15,85%	15,21%
ROE	28,4%	21,3%	21,7%	20,5%	18,2%	16,0%	14,2%
ROA	17,0%	15,2%	18,3%	17,5%	15,8%	14,0%	12,5%
ROS	16,0%	16,4%	17,6%	17,6%	16,8%	15,9%	15,2%
Zobowiązania / Kapitał Własny	67,4%	39,6%	18,6%	17,0%	15,6%	14,5%	13,5%
Rotacja zapasów	52	70	45	45	45	45	45
Rotacja należności	183	155	155	150	147	145	144
Cykl operacyjny	235	225	200	195	192	190	189
Rotacja zobowiązań niefinansowych	62	51	49	48	48	48	49
Cykl konwersji gotówki	173	174	151	147	144	142	140

Źródło: BM BGZ S.A.

P - prognozy BM BGZ

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ. Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ jest ważny w okresie 6-9 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 6-9 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%,
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa z inwestycji będzie wahać się w przedziale (-10%; + 10%),
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku. Pomiędzy BM BGŻ a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Jest możliwe, że BM BGŻ świadczyło, świadczy lub może świadczyć usługi na rzecz podmiotów wymienionych w publikacji.

#### Historia rekomendacji

data rekomendacji	typ rekomendacji	kurs w dniu rekomendacji	czas ważności rekomendacji
-	-	-	-

**BIURO MAKLESKIE BANKU BGŻ**  
ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa  
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303  
e-mail: [biuro.maklerskie@bmbgz.pl](mailto:biuro.maklerskie@bmbgz.pl)  
[www.bgz.pl](http://www.bgz.pl)

#### Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

(22) 32 94 327  
(22) 32 94 328

e-mail

[makler@bmbgz.pl](mailto:makler@bmbgz.pl)

#### Obsługa klientów indywidualnych

POK oraz internetowy serwis transakcyjny [bmBGZ.net](http://bmBGZ.net)