

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

Analityk: Robert Kurowski, makler p.w.

## TETA S.A.

IT

Kurs bieżący (zł): 8,12  
 Liczba akcji (tys.): 9 000  
 Free float: 33,0% (24,1 mln zł)

Dane (tys. zł)	2006	2007s	I-IIIQ 08s	2008s P
Przychody	39 947	63 368	56 905	100 000
Zysk operacyjny	7 069	12 554	8 045	14 817
<b>Zysk netto</b>	<b>6 402</b>	<b>9 390</b>	<b>4 871</b>	<b>8 551</b>
Wartość księgową	22 554	51 518	56 417	84 278
<b>Kapitalizacja</b>	<b>167 790</b>	<b>179 100</b>	<b>73 080</b>	<b>88 221</b>
Liczba akcji (w tys.)	7 000	9 000	9 000	10 865
EPS (zł)	0,9	1,4	1,1	0,8
BVPS (zł)	3,2	5,7	6,3	7,8
P/E**	26,2	14,1	7,2	10,3
P/BV**	7,4	3,5	1,3	1,0
<b>Kurs (zł)*</b>	<b>23,97</b>	<b>19,90</b>	<b>8,12</b>	<b>8,12</b>

\* kursy na koniec okresu; dla I-IIIQ08 oraz prognozy na rok 2008 kurs bieżący

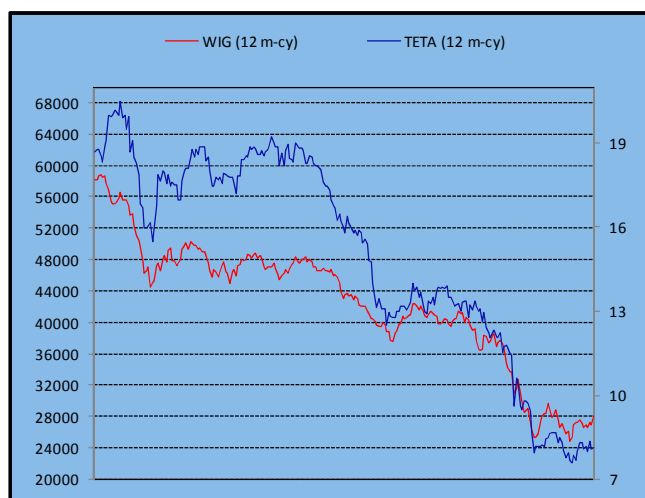
\*\* wskaźniki obliczone dla wyników narastająco za ostatnie 4 kwartały

P - prognoza DM AmerBrokers

s - dane skonsolidowane

Akcjonariusze:*	% akcji	% głosów
Millennium TFI	14,4%	14,4%
AIG OFE	13,1%	13,1%
Pioneer Pekao IM	12,2%	12,2%
PKO TFI SA	10,8%	10,8%
Frys Andrzej	9,2%	9,2%
Aviva Investors Poland	7,2%	7,2%
Pozostali	33,0%	33,0%
<b>Razem</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

\*Stan na dzień sporządzenia analizy, przed rejestracją akcji serii J



Niniejszy raport jest aktualizacją analizy Spółki TETA sporządzonej 22 stycznia br. Obecnie jedną akcję TETA S.A. wyceniamy na poziomie 10,67 zł. Mimo znacznego potencjału wzrostowego (+31,4%), rekomendacja Trzymaj zostaje utrzymana, ze względu na niepewną sytuację rynkową na GPW. Ponadto, naszym zdaniem istnieje duże ryzyko niewykonania tegorocznej prognozy Spółki odnośnie osiągnięcia 15 mln zł skonsolidowanego zysku netto.

Podstawą aktualizacji raportu jest przeprowadzenie przez Spółkę emisji akcji serii J, zmieniająca się sytuacja operacyjna i finansowa Grupy TETA oraz wpływ czynników rynkowych na wycenę.

Zakończona tylko częściowym powodzeniem emisja z prawem poboru (TETA pozyskała 22,4 mln zł wobec planowanych 48 mln) skutkuje ograniczeniem planów akwizycyjnych oraz średnioterminowym utrzymaniem się wyższego poziomu zadłużenia kredytowego. Wzrost zadłużenia przełożył się na szybko rosnące koszty obsługi długu – koszty finansowe i obniżenie tempa wzrostu zysku netto w bieżącym roku. Z tego powodu skonsolidowany zysk netto po trzech kwartałach zwiększył się tylko o 17,9%

Ważnym czynnikiem, który należy brać pod uwagę przy rozpatrywaniu inwestycji w akcje TETA jest akcjonariat Spółki. Mimo częściowego powodzenia emisji akcji serii J, w ostatnim okresie nastąpił wzrost zaangażowania ze strony instytucji finansowych, które łącznie posiadają już 67% kapitału i głosów na WZA Spółki (przed rejestracją akcji serii J).

W naszych prognozach przyjmujemy, że w bieżącym roku TETA osiągnie zakładane 100 mln zł przychodów skonsolidowanych ze sprzedaży. W kolejnych latach tempo wzrostu spadnie, do ustabilizowanego, lecz niższego poziomu w stosunku do rekordowego roku 2007. W wycenie DCF uwzględniliśmy liczbę akcji po rejestracji serii J. W wycenie porównawczej, przy obecnej liczbie akcji, TETA jest wyceniana obecnie z dyskontem w stosunku do konkurencji (dla wyników za ostatnie cztery kwartały).

Zwracamy przy tym uwagę, że kluczowym czynnikiem przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej powinna być analiza bieżącej sytuacji na GPW.

## Sytuacja operacyjna i finansowa

### Grupa Kapitałowa TETA

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. (systemy ERP), wchodzi następujące podmioty:

- Pyton Management Sp. z o.o. (systemy do zarządzania wiedzą, e – learning zarządzanie projektami), w której TETA S.A. posiada 85% udziałów,
- TETA HR Center Sp. z o.o. (outsourcing usług HR), w której TETA S.A. kontroluje 100% udziałów,
- VT – Soft Kft. Sp. z o.o., (systemy ERP, outsourcing kadrowo – płacowy, dedykowane projekty IT), TETA S.A. kontroluje 86% udziałów.

Najważniejszym wydarzeniem w bieżącym roku było przeprowadzenie przez Spółkę emisji akcji serii J (z prawem poboru). Spółka oferowała 4 mln akcji w cenie 12 zł, podczas gdy inwestorzy złożyli zapisy na 1,8 mln akcji. W związku z tym Spółka pozyskała 22,4 mln zł wobec planowanych 48 mln. Z tego powodu TETA zmuszona była ograniczyć plany akwizycyjne (przejęcie firmy z rynku niemieckiego) oraz zwiększyć zadłużenie kredytowe w celu sfinansowania już rozpoczętych przejęć. Pierwotnie Spółka planowała przeznaczyć około 15,5 mln zł ze środków z emisji na spłatę 50% zadłużenia z tytułu kredytu zaciągniętego na zakup udziałów w węgierskiej spółce VT-Soft Kft. Kluczowym celem emisji miało być nabycie spółki Insert, na co zamierzano przeznaczyć do 35 mln zł (20 mln zł z emisji – reszta kredyty lub środki własne).

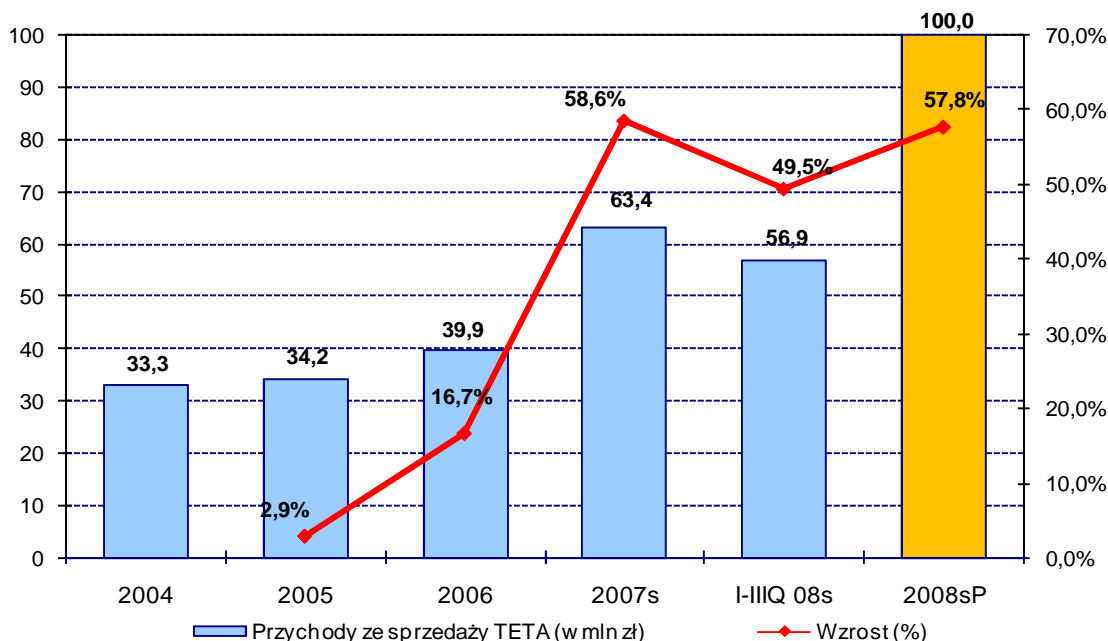
Wzrost zadłużenia przełożył się na szybko rosnące koszty obsługi długu – koszty finansowe i obniżenie tempa wzrostu zysku netto w bieżącym roku.

### Prognoza

W prospekcie emisyjnym TETA zamieściła prognozę skonsolidowanych wyników finansowych na rok 2008, która została zbadana przez biegłego rewidenta. Przychody mają wynieść 100 mln zł zaś zysk netto 15 mln zł. Zarząd Spółki na podstawie danych zaprezentowanych w raporcie kwartalnym podtrzymuje podane prognozy.

### Przychody

#### Przychody Grupy TETA (w mln zł)



Źródło: Raporty TETA S.A.  
 s – dane skonsolidowane  
 P – prognoza TETA S.A.

Przyjmujemy że TETA na poziomie skonsolidowanym wypracuje w br. 100 mln zł przychodów. Jest to tym bardziej realne ponieważ po trzech kwartałach br. tempo wzrostu przychodów wyniosło blisko 50%, a czwarty kwartał roku jest najlepszym okresem dla spółek informatycznych ze względu na pozytywny wpływ sezonowości na działalność i wyniki finansowe. Niemniej, szacujemy że osiągnięcie 15 mln zł zysku netto może być bardzo trudne i stanowi to naszym zdaniem czynnik ryzyka przy wydawaniu rekomendacji. W swoich prognozach ostrożnie zakładamy wynik netto w 2008 roku na poziomie około 8,5 mln zł.

## Akcjonariat

Ważnym czynnikiem, który należy brać pod uwagę przy rozpatrywaniu inwestycji w akcje TETY jest akcjonariat Spółki. Mimo częściowego powodzenia emisji akcji serii J, w ostatnim okresie nastąpił wzrost zaangażowania ze strony instytucji finansowych, które łącznie posiadają już 67% kapitału i głosów na WZA Spółki. Zaangażowanie zwiększyły: AVIVA Poland (poprzednia nazwa Commercial Union Investments Management) do 7,2% (poprzednio poniżej 5%) oraz AIG OFE do 13,1% (przedtem 9,1%).

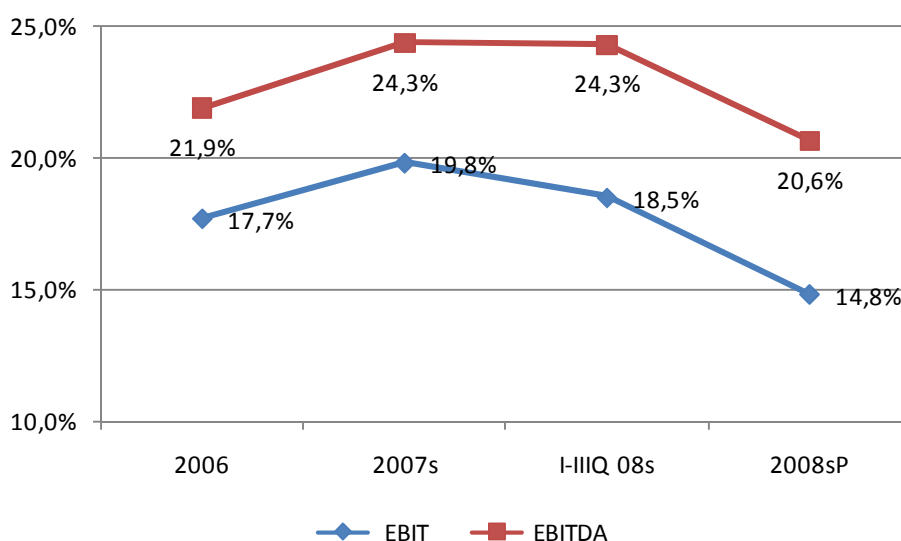
Akcjonariusze:*	% akcji	% głosów
Millennium TFI	14,4%	14,4%
AIG OFE	13,1%	13,1%
Pioneer Pekao IM	12,2%	12,2%
PKO TFI SA	10,8%	10,8%
Frys Andrzej	9,2%	9,2%
Aviva Investors Poland	7,2%	7,2%
Pozostali	33,0%	33,0%
Razem	100,0%	100,0%

\*Stan na dzień sporządzenia analizy, przed rejestracją akcji serii J

## EBIT/EBITDA

W bieżącym roku Grupa TETA utrzymała wysoki poziom marży EBITDA przy jednoczesnym spadku marży EBIT. Oznacza to, że wzrosło znaczenie odpisów amortyzacyjnych, jako konsekwencja rozbudowy Grupy Kapitałowej. Prognozujemy, że w czwartym kwartale nastąpi pod tym względem spadek wskaźników, mimo że Grupa zanotuje znaczący wzrost zysku operacyjnego. Przyrost EBIT i EBITDA będzie jednak wolniejszy niż przychodów, stąd odpowiednio obydwie marże ulegną obniżeniu. Jest to założenie ostrożne, uwzględniające ryzyko z tytułu możliwości spowolnienia rynku IT.

### Marża EBIT i EBITDA Grupy TETA\* (w %)



Źródło: Raporty TETA S.A.

s – dane skonsolidowane

P – prognoza DM AmerBrokers

\* - dla I-IIIQ 08s wskaźniki za ostatnie 4 kwartały

## Bilans

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

W roku bieżącym uwagę zwraca wzrost udziału aktywów trwałych oraz okresowy spadek finansowania kapitałem własnym w pasywach. Aktywa trwałe zwiększyły się głównie z powodu rozbudowy Grupy Kapitałowej i zaksięgowania w wartościach niematerialnych wartości firm zależnych na ponad 46 mln zł, w tym 28,4 mln zł wartości VT – Soft Kft. W komentarzu do raportu za trzeci kwartał br., Zarząd TETA S.A. zwraca uwagę, że jest to prowizoryczna wycena wartości firmy. Zarząd ustali ostateczną wycenę wartości VT – Soft Kft. w ciągu dwunastu miesięcy od dnia przejęcia kontroli nad Spółką (05.05.2008 roku).

W pasywach kapitał własny stanowił na koniec trzeciego kwartału br. 43%, co związane było ze wzrostem zadłużenia kredytowego. Szacujemy, że na koniec br., po rejestracji emisji akcji serii J, udział kapitału własnego w finansowaniu wzrośnie do około 49%.

<b>Bilans</b> (w tys. zł)	31.12.06	31.12.07s	30.09.08s	31.12.06	31.12.07s	30.09.08s
<b>AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>10 997</b>	<b>34 930</b>	<b>77 210</b>	<b>29,1%</b>	<b>40,9%</b>	<b>58,9%</b>
Wartości niematerialne i prawne	8 635	31 925	73 786	78,5%	91,4%	95,6%
Rzeczowe aktywa trwałe	1 474	1 970	2 528	13,4%	5,6%	3,3%
Należności długoterminowe	405	405	405	3,7%	1,2%	0,5%
Inwestycje długoterminowe	0	71	96	0,0%	0,2%	0,1%
Rozliczenia międzyokresowe	483	559	395	4,4%	1,6%	0,5%
<b>AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>26 770</b>	<b>50 501</b>	<b>53 912</b>	<b>70,9%</b>	<b>59,1%</b>	<b>41,1%</b>
Zapasy	2 950	7 693	11 481	11,0%	15,2%	21,3%
Należności krótkoterminowe	23 457	42 087	39 292	87,6%	83,3%	72,9%
Inwestycje krótkoterminowe	33	381	1 838	0,1%	0,8%	3,4%
Rozliczenia międzyokresowe	330	340	1 301	1,2%	0,7%	2,4%
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>37 767</b>	<b>85 431</b>	<b>131 122</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>22 554</b>	<b>51 518</b>	<b>56 417</b>	<b>59,7%</b>	<b>60,3%</b>	<b>43,0%</b>
Kapitał akcyjny	7 000	9 000	9 000	31,0%	17,5%	16,0%
Kapitał zapasowy	9 152	32 985	42 487	40,6%	64,0%	75,3%
Pozostałe kapitały rezerwowe	0	-16	10	0,0%	-0,03%	0,02%
Zysk/Strata z lat ubiegłych	0	159	49	0,0%	0,3%	0,1%
Zysk netto	6 402	9 390	4 871	28,4%	18,2%	8,6%
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>774</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,6%</b>
<b>ZOBOWIĄZANIA i REZERWY</b>	<b>15 213</b>	<b>33 887</b>	<b>73 957</b>	<b>40,3%</b>	<b>39,7%</b>	<b>56,4%</b>
Rezerwy na zobowiązania	1 113	981	170	7,3%	2,9%	0,2%
Zobowiązania długoterminowe	0	3 214	12 063	0,0%	9,5%	16,3%
Zobowiązania krótkoterminowe	12 439	28 063	59 662	81,8%	82,8%	80,7%
Rozliczenia międzyokresowe	1 661	1 629	2 062	10,9%	4,8%	2,8%
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>37 767</b>	<b>85 405</b>	<b>131 148</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne  
s - dane skonsolidowane

## Rachunek zysków i strat

Rozbudowa Grupy Kapitałowej skutkuje szybko rosnącymi przychodami, które tylko po trzech kwartałach br. zwiększyły się o prawie 50%. Ograniczenie tempa wzrostu kosztów wytworzenia w tym okresie (w przeciwieństwie do roku 2007) przyczyniło się do wygenerowania wysokiego zysku brutto ze sprzedaży, w związku z czym nawet przy podwojeniu kosztów ogólnego zarządu, zysk operacyjny wzrósł o 49%.

Kluczowy dla wyniku netto jest wzrost kosztów obsługi długu, które są prawie 8-krotnie wyższe niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. W rezultacie zysk netto Grupy wzrósł po trzech kwartałach br. tylko o 17,9%.

<b>Rachunek zysków i strat</b>					
<b>(w tys. zł)</b>	<b>2006</b>	<b>2007s</b>	<b>I-IIIQ 08s</b>	<b>2007s/ 2006</b>	<b>I-IIIQ08s/ I-IIIQ07s</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>39 947</b>	<b>63 368</b>	<b>56 905</b>	<b>58,6%</b>	<b>49,5%</b>
Koszt sprzedanych produktów, materiałów	24 465	40 915	34 700	67,2%	33,5%
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>15 482</b>	<b>22 453</b>	<b>22 205</b>	<b>45,0%</b>	<b>83,8%</b>
Pozostałe przychody operacyjne	102	227	260	122,5%	116,7%
Koszty sprzedaży	3 490	4 427	3 302	26,8%	4,4%
Koszty ogólnego zarządu	4 797	5 458	10 915	13,8%	202,9%
Pozostałe koszty operacyjne	228	241	203	5,7%	497,1%
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>7 069</b>	<b>12 554</b>	<b>8 045</b>	<b>77,6%</b>	<b>49,0%</b>
Przychody finansowe	27	510	135	1788,9%	-71,6%
Koszty finansowe	230	379	1 521	64,8%	7,80
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-5	0	0	-	-
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>6 861</b>	<b>12 685</b>	<b>6 659</b>	<b>84,9%</b>	<b>17,2%</b>
Podatek dochodowy	459	2 518	1 422	448,6%	20,1%
(Zyski) straty mniejszości		777	366	-	-0,3%
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>6 402</b>	<b>9 390</b>	<b>4 871</b>	<b>46,7%</b>	<b>17,9%</b>

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne  
 s - dane skonsolidowane

## Wskaźniki finansowe

W bieżącym roku zauważalny jest spadek rentowności Grupy TETA. Jednak jest to niepełny obraz z uwagi na wpływ czwartego kwartału na wyniki całego roku. Zwiększony poziom zobowiązań krótkoterminowych spowodował, że na dzień 30.09.08 Grupa miała ujemny kapitał obrotowy. Po rejestracji emisji akcji serii J, kapitał powinien być dodatni, a wskaźnik bieżący powinien być na poziomie powyżej 1.

Na skutek zwiększenia zadłużenia kredytowego wzrosły wskaźniki zadłużenia, jednak wciąż są one na bezpiecznych poziomach.

<b>Wskaźniki finansowe</b>	<b>2006</b>	<b>2007s</b>	<b>I-IIIQ 08s</b>
<b>Rentowność</b>			
EBITDA*	21,9%	24,3%	24,3%
EBIT	17,7%	19,8%	14,1%
Wskaźnik rentowności brutto	17,2%	20,0%	11,7%
Wskaźnik rentowności netto	16,0%	14,8%	8,6%
ROA*	21,0%	15,2%	9,4%
ROE*	33,3%	25,4%	18,8%
<b>Płynność</b>			
Kapitał obrotowy (w mln zł)	14 331	22 438	-5 750
Wskaźnik bieżący	2,2	1,8	0,9
Wskaźnik płynności szybkiej	1,9	1,5	0,7
<b>Zadłużenie</b>			
Wskaźnik zadłużenia	40,3%	39,7%	56,4%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	67,5%	65,8%	131,1%
<b>Rotacja*</b>			
Rotacja zapasów (w dniach)	61	55	70
Rotacja należności (w dniach)	205	202	173
Rotacja zobowiązań (w dniach)	41	75	61

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze Spółki  
 \* wskaźniki obliczone dla wyników narastających za ostatnie 4Q  
 s - dane skonsolidowane

## 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 2008-2013:

	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Wzrost/spadek przychodów	57,81%	13,00%	10,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Marża EBITDA	20,63%	20,97%	20,59%	20,45%	20,31%	20,18%
Marża operacyjna	14,82%	15,72%	15,72%	15,72%	15,72%	15,72%
Rentowność netto	8,55%	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%

P- DM AmerBrokers S A

Dodatkowo zakłada się, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 1,0%. Liczba akcji obejmuje kapitał Spółki po rejestracji serii J.

#### Wycena metodą DCF na dzień 08.12.2008

(tys zł)	2009sP	2010sP	2011sP	2012sP	2013sP	2013sP+
Zysk operacyjny	17 766	19 542	20 519	21 545	22 623	22 623
- opodatkowanie EBIT	3 375	3 713	3 899	4 094	4 298	4 298
<b>NOPLAT</b>	<b>14 390</b>	<b>15 829</b>	<b>16 621</b>	<b>17 452</b>	<b>18 324</b>	<b>18 324</b>
+ Amortyzacja	5 928	6 047	6 168	6 291	6 417	6 417
- Zmiana kapitału pracującego	-6 258	-5 593	-3 076	-3 230	-3 391	-1 017
<b>Nadwyżka operacyjna</b>	<b>14 060</b>	<b>16 283</b>	<b>19 712</b>	<b>20 513</b>	<b>21 350</b>	<b>23 724</b>
- Wydatki inwestycyjne	6 521	6 349	6 476	6 606	6 738	6 738
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCF)</b>	<b>7 539</b>	<b>9 934</b>	<b>13 236</b>	<b>13 907</b>	<b>14 612</b>	<b>16 986</b>
współczynnik dyskonta	91,6%	83,5%	75,9%	68,9%	62,4%	62,4%
<b>Wartość bieżąca (PV FCF)</b>	<b>6 906</b>	<b>8 294</b>	<b>10 048</b>	<b>9 581</b>	<b>9 120</b>	
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Premia za ryzyko (dług)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Efektywny koszt długu</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,2%</b>
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>
Dług / (Dług + Kapitały własne)	47,5%	32,7%	25,7%	19,8%	15,0%	15,0%
<b>WACC</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,7%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>
Suma DCF 2009-2013	43 949					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%					
Wartość rezydualna 2012+ (RV)	183 095					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	114 282					
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>158 231</b>					
Dług netto*	26 868					
<b>Wartość 100% akcji</b>	<b>131 363</b>					
Liczba akcji (tys. szt)	10 865					
<b>Wartość 1 akcji, w zł</b>	<b>12,09</b>					

Źródło: obliczenia własne

\* dług netto z uwzględnieniem środków pozyskanych z emisji akcji serii J

**Wartość jednej akcji TETA S.A. wyliczona metodą dochodową, przy przyjętych powyżej założeniach, wynosi 12,09 zł.**

**Metoda porównawcza**

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej TETA w stosunku do wybranych spółek z sektora IT notowanych na WGPW. Ma to dać pogląd jak Spółka wyceniana jest w porównaniu do bezpośrednich konkurentów. Za cenę przyjmowany jest aktualny kurs giełdowy, natomiast wartość księgową, sprzedaż, zysk operacyjny i netto dla porównywanych spółek obliczono na podstawie ostatnich opublikowanych danych finansowych (za cztery kwartały).

**Wycena porównawcza na dzień 08.12.2008**

Spółka	Kurs	P/Sales	P/EBIT	P/E	P/BV
ATM (s)	4,90 zł	0,6	8,0	8,5	0,8
Betacom	7,71 zł	0,1	5,0	8,1	0,7
B3System	1,95 zł	0,3	6,6	1,1	1,1
Comp (s)	33,50 zł	0,6	9,6	9,8	0,5
IVMX (s)	9,00 zł	0,5	5,3	6,9	0,6
LSI Soft (s)	4,93 zł	1,0	6,3	8,1	0,8
MCLOGIC (s)	16,90 zł	0,7	4,8	6,7	1,6
Quantum(s)	8,19 zł	0,7	10,2	19,1	0,7
Qumak-Sekom	10,99 zł	0,5	7,5	9,5	1,8
SIMPLE (s)	6,75 zł	0,9	32,0	76,9	2,1
Talex	12,50 zł	0,3	8,4	10,6	0,9
Wola Info	3,78 zł	0,1	3,9	5,1	0,6
Mediana	x	0,5	7,1	8,3	0,8
<b>TETA S.A.</b>	<b>8,12 zł</b>	<b>0,9</b>	<b>4,8</b>	<b>7,2</b>	<b>1,3</b>
<b>Wycena 1 akcji TETA S.A. (w zł)</b>		<b>5,0</b>	<b>12,0</b>	<b>9,3</b>	<b>4,8</b>
<b>Wagi</b>		<b>0,10</b>	<b>0,30</b>	<b>0,50</b>	<b>0,10</b>
<b>Wycena TETA S.A. - średnia ważona</b>					<b>9,24 zł</b>

Źródło: obliczenia własne

Przy tak przyjętych założeniach, **wartość jednej akcji Spółki TETA obliczona metodą porównawczą wynosi 9,24 zł.**

**Podsumowanie wyceny**

W celu uzyskania końcowej wyceny TETA S.A. obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą. Metoda dochodowa i porównawcza mają wagi po 0,5.

**Końcowa wycena TETA S.A.**

Spółka	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,50	12,09
Metoda porównawcza	0,50	9,24
<b>Końcowa wycena TETA S.A. (w zł)</b>	<b>1,00</b>	<b>10,67</b>

Źródło: obliczenia własne

**Rekomendacja** Oszacowana w ten sposób wartość jednej akcji Spółki TETA wynosi 10,67 zł, rekomendacja Trzymaj zostaje utrzymana.

**Analiza techniczna**

Kurs Spółki znajduje się w długoterminowym trendzie spadkowym. Zaznaczona na wykresie linia jest jego przyspieszeniem i wyznacza bezpośredni, średnioterminowy poziom oporu technicznego.

Krótkoterminowo notowania Spółki stabilizują się w przedziale 7,50 – 8,65 zł, kształtując trend boczny. Pozytywnym sygnałem jest rosnący RSI14, który wskazuje na to, że w najbliższym czasie powinno dojść do ponownego wzrostu w okolicie wymienionego oporu.

W przypadku próby zakończonej powodzeniem, generalną próbą przed zmianą tendencji ze spadkowej na wzrostowej będzie test zaznaczonej linii trendu i zwyżka powyżej poziomu 9,5 zł.

## 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 dążył wszelkimi staraniami 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  
BVPS - 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.

Horizont 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:

Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena z dnia wydania rekomendacji	Cena docelowa	Cena z dnia zmiany rekomendacji
Trzymaj	22.01.2008	15,50 zł	-	8,11 zł

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

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