



DOM MAKLERSKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych
ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa

„Fundamentalna analiza sektorowa”

I kwartał 2009 r.

Sektor:

■ Informatyka

Opracowanie:

Mariusz Solecki, kontakt: m.solecki@bossa.pl, tel. (022) 504-33-24

Wszystkie opracowania i komentarze zawarte w niniejszym raporcie są wyrazem wiedzy oraz poglądów autorów i nie powinny być interpretowane inaczej. Nadzór nad DM BOŚ Spółka Akcyjna w Warszawie, z siedzibą w Warszawie przy ulicy Marszałkowskiej 78/80, sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została przygotowana przez DM BOŚ Spółka Akcyjna w Warszawie wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów lub wystawców” (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). DM BOŚ Spółka Akcyjna w Warszawie dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak DM BOŚ Spółka Akcyjna w Warszawie i jej pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. DM BOŚ Spółka Akcyjna w Warszawie udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie. Niniejszy raport adresowany jest do nieograniczonego kręgu odbiorców. Został sporządzony na potrzeby klientów DM BOŚ S.A. oraz innych osób zainteresowanych. Rozpowszechnianie lub powielanie całości lub części raportu bez pisemnej zgody DM BOŚ S.A. jest zabronione. Dokument ten jest chroniony zgodnie z Ustawą z dnia 04.02.94. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U.Nr24.poz.83). Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie tego dokumentu bez zgody DM BOŚ Spółka Akcyjna w Warszawie. Datą sporządzenia raportu jest: 03.06.2009 r. Datą pierwszego udostępnienia do dystrybucji raportu jest: 04.06.2009 r. DM BOŚ nie pozostaje w tej samej grupie kapitałowej, co podmioty będące przedmiotem niniejszego raportu. DM BOŚ pełni funkcję animatora emitenta dla spółki B3System. DM BOŚ nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej, akcji spółek, o których mowa w niniejszym raporcie, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych z podmiotami, o których mowa w niniejszym raporcie, po stronie osoby przygotowującej raport, lub osoby bliskiej. Osoby przygotowujące niniejszy raport, lub osoby bliskie, nie pełnią funkcji w organach podmiotów, o których mowa w niniejszym raporcie, ani nie zajmują stanowisk kierowniczych u tych podmiotów.

INFORMATYKA

LIDERZY

Spółki Duże: ASSECO POLAND,
INFOVIDE-MATRIX

Spółki Średnie i Małe: MACROLOGIC,
TETA

Wyniki finansowe sektora

	I kw. '08 (mln zł)	I kw. '09 (mln zł)	Zmiana [%]	II '07 – I '08 (mln zł)	II '08 – I '09 (mln zł)	Zmiana [%]
Przychody ze sprzedaży	1 612	1 808	12,16	7 376	9 346	26,71
Zysk operacyjny	93	131	40,86	484	767	58,47
Zysk netto	53	68	28,30	366	555	51,64



Kryteria podziału spółek

	Duże	Średnie i Małe	Ogółem
Kryterium	Przychody > 200 mln zł	Przychody < 200 mln zł	
Ilość spółek	12	16	28
Kapitalizacja	6 085 mln zł	684 mln zł	6 768 mln zł
P/E (mediana)	13,85	17,74	13,98
P/BV (mediana)	0,82	0,89	0,84

Sektor IT pomimo postępującego spowolnienia gospodarczego charakteryzował się w I kw. br. progresją osiągniętych wyników finansowych. Przychody ze sprzedaży tego sektora, w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego, wzrosły o ponad 12%, zysk operacyjny o 41%, natomiast zysk netto o ponad 28%. Przy czym należy tutaj zaznaczyć, że na poprawę rezultatów tego sektora mieli wpływ jego liderzy, a w zdecydowany sposób do tego przyczyniły się wyniki finansowe Grupy Asseco. Łączny udział tej Grupy w przychodach ze sprzedaży sektora IT stanowił w I kw. br. ponad 48,6%, a udział w zysku netto wyniósł 132,1%. Natomiast bez uwzględnienia wyników Grupy Asseco sytuacja sektora IT w okresie r/r wyglądałaby znacznie gorzej. Strata netto tego sektora powiększyłaby się z 13 mln zł do 22 mln zł, przy spadku przychodów ze sprzedaży o ponad 9,8%.

W minionym kwartale, podobnie jak to miało miejsce w poprzednich kwartałach, lepiej w obecnej sytuacji makroekonomicznej radziły sobie spółki Duże. Przy czym należy tutaj zaznaczyć, że również i te spółki bardzo odczuły już skutki trwającego spowolnienia gospodarczego, co przełożyło się negatywnie na uzyskaną przez nie dynamikę wyników finansowych. Jedynie niektóre z Dużych spółek zdołały poprawić zarówno swoje przychody ze sprzedaży, wynik operacyjny oraz wynik netto. Natomiast spółki Małe i Średnie, które są bardziej wrażliwe na zmiany koniunktury gospodarczej niż spółki Duże, znacznie szybciej zaczęły odczuwać dekonunkturę gospodarczą. Miniony kwartał po raz kolejny z rzędu, okazał się dla nich bardzo słaby. W I kw. 2009 r. w stosunku do I kw. poprzedniego roku większość Małych i Średnich spółek zanotowała lub powiększyła stratę już na poziomie operacyjnym. Tylko nielicznym spółką udało się osiągnąć lub poprawić dodatni wynik na działalności operacyjnej.

Naszym zdaniem w okresie dekonunktury na rynku w kolejnych kwartałach najlepiej będą sobie radziły spółki duże, posiadające dobrze zdywersyfikowany portfel zamówień, a szczególnie atrakcyjnym sektorem dla spółek informatycznych pozostanie nadal sektor instytucji publicznych.

Liderzy – Spółki Duże

Spółki	Dynamika r/r			ROE	ROS netto	Marża EBIT	Marża netto	Wskaźnik		P/E	P/BV	Średnie obroty (tys. zł)	Perspektywa rozwoju (pkt)
	NS	OP	NP					DM	CR				
ASSECOPOL	71,25	44,60	47,13	9,70	17,22	17,18	11,21	0,32	1,27	12,21	1,18	17 159	6
IVMX	7,60	109,13	136,92	8,60	9,31	7,06	7,09	0,17	2,05	9,34	0,80	26	4

Liderzy – Spółki Średnie i Małe

Spółki	Dynamika r/r			ROE	ROS netto	Marża EBIT	Marża netto	Wskaźnik		P/E	P/BV	Średnie obroty (tys. zł)	Perspektywa rozwoju (pkt)
	NS	OP	NP					DM	CR				
MCLOGIC	21,38	121,62	135,92	29,98	18,15	17,36	13,79	0,24	1,73	8,63	2,59	35	5
TETA	52,01	37,25	14,28	13,97	20,38	20,06	12,71	0,39	1,38	6,65	0,93	184	5

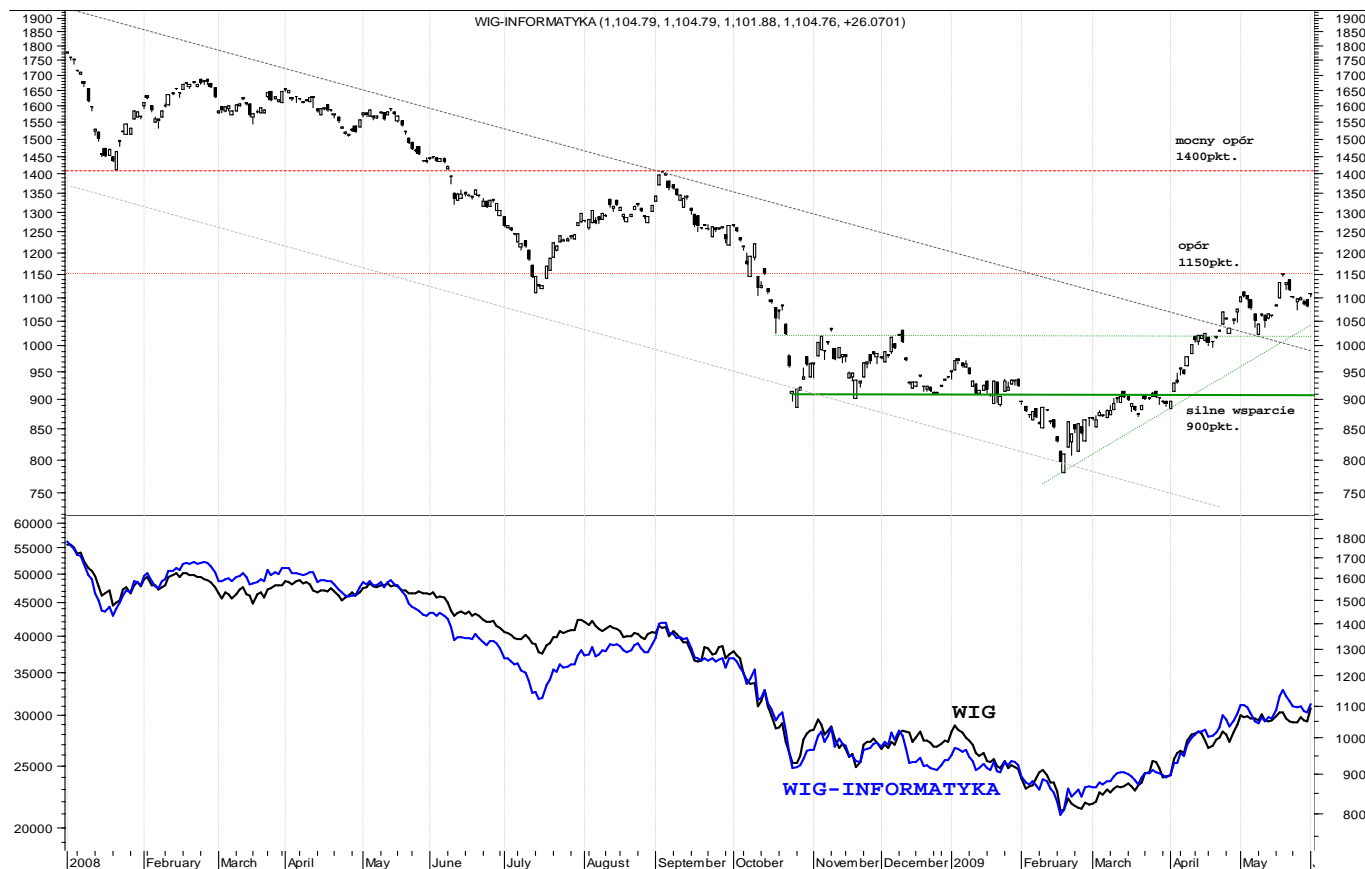
Wśród Dużych spółek liderem naszego rankingu została spółka **Asseco Poland**. W I kw. br. wyniki Spółki ponownie okazały się lepsze od oczekiwań rynkowych. Obecny skonsolidowany backlog na 2009 r. ma wartość 2,1 mld zł, w tym wartość oprogramowania i usług własnych wynosi 1,59 mld zł. Pozytywnie oceniamy zapowiedzi dalszej konsolidacji europejskiego rynku IT przez Spółkę. Asseco Poland planuje kolejne akwizycje w Hiszpanii, Skandynawii, a także w regionie DACH (Niemcy, Austria, Szwajcaria). Obecnie Spółka znajduje się w gronie dziesięciu największych pod względem kapitalizacji spółek informatycznych w Europie, a jej celem jest budowa międzynarodowej grupy kapitałowej skupiającej rentowne firmy, produkujące i dostarczające rozwiązania informatyczne.

Spśród Dużych spółek wysoko oceniamy także spółkę **Infovide-Matrix**, która w minionym kwartale charakteryzowała się wysoką dynamiką osiągniętych wyników finansowych, dobrze zdywersyfikowanym portfelem zamówień, niskim poziomem zadłużenia oraz wysokim wskaźnikiem bieżącej płynności. Backlog kontraktów usługowych na ten rok ma wartość 106 mln zł i jest o 5,1 mln zł wyższy niż w roku ubiegłym. Obecnie Zarząd Spółki prowadzi również rozmowy w sprawie kolejnych przejęć.

Natomiast wśród Małych i Średnich spółek po raz pierwszy liderem w naszym rankingu została spółka **Macrologic m.in.** ze względu na wysoką rentowność, wielkość osiągniętych marż oraz relatywnie niski wskaźnik P/E. Z zysku netto osiągniętego w 2008 r. Spółka na dywidendę przeznaczyła 3,78 mln zł, czyli 2,15 zł dywidendy na akcje. Bieżący backlog Spółki jest o 40% wyższy niż rok wcześniej.

Wśród Małych i Średnich spółek również wysoko oceniamy spółkę **Teta**, która charakteryzuje się wysokim poziomem rentowności i uzyskiwanych marż, najniższym wśród MiŚ spółek wskaźnikiem P/E równym 6,65. Backlog Spółki na 2009 r. jest na wyższym poziomie niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.

ANALIZA TECHNICZNA SEKTORA



Od przeszło pięciu tygodni WIG-INFORMATYKA znajduje się w średnioterminowym trendzie wzrostowym. Pod koniec kwietnia bieżącego roku byki pokonały linię bessy, dzięki czemu analizowana średnia giełdowa posiada wyższy od szerokiego rynku potencjał aprecyjny. Pro-wzrostowe oczekiwania potwierdzają popytowe wskazania kupna na głównych indykatorach technicznych. Tak wskaźnik ruchu kierunkowego, jak i silny oscylator stochastyczny nadają wysoką wiarygodność obserwowanym wzrostom. Na obecnym etapie handlu najwyższym ryzykiem, o jakim spekuluje szeroki rynek, jest zrealizowanie klasycznego powrotu do przełamanej linii trendu spadkowego. Rejon ten wyrażony jest wsparciem 1030-980 punktów, gdzie należy oczekiwać ponadprzeciętnej obrony. Z drugiej strony porażka popytu przy wspomnianym poziomie kursowym zaneguje pozytywną tendencję, co zazwyczaj przynosi dynamiczny zwrot kursów akcji na południe. W takim wypadku powrót poniżej linii spadkowej prawdopodobnie skieruje WIG-INFORMATYKA w stronę silnego technicznie wsparcia 900 punktów. Za takim scenariuszem na pewno nie przemawiają aktualne wskazania kupna, lecz relatywne wykupienie walerów z branży informatyka na tle indeksu WIG nakazuje oczekiwać krótkoterminowego ruchu w dół i testowania siły byków przy wspomnianych wsparciach. Utrzymanie czteromiesięcznej fali wzrostowej powinno zaowocować kolejną zwyżką w stronę mocnego oporu 1400 punktów, jeżeli lokalna bariera 1150 pkt. zostanie z impetem pokonana.

Analiza techniczna : Michał Pietrzyca

DYNAMIKA KWARTALNYCH WYNIKÓW R/R

Spółki Duże	Dynamika przychodów		Dynamika EBIT		Dynamika zysku netto		Suma pkt.
	%	pkt.	%	pkt.	%	pkt.	
ASSECOPOL	71,25%	6	44,60%	3	47,13%	5	14
IVMX	7,60%	3	109,13%	4	136,92%	6	13
TECHMEX	-25,11%	0	447,21%	5	14,48%	4	9
ATM	48,45%	5	zysk	2	zysk	2	9
COMP	8,46%	3	zysk	2	zysk	2	7
NTTSYSTEM	-10,57%	1	867,05%	6	-79,46%	0	7
ASSECOSLO	2,40%	2	-22,28%	0	6,12%	3	5
COMARCH	44,74%	5	strata	0	strata	0	5
QUMAKSEK	24,61%	4	-35,38%	0	-26,24%	0	4
IGROUP	-21,84%	0	11,98%	3	m.strata	1	4
SYGNITY	-32,76%	0	m.strata	1	m.strata	1	2
WASKO	-47,07%	0	strata	0	strata	0	0
MEDIANA	5,00%		11,98%		-26,24%		

* zysk – obecnie zysk zamiast straty, * m.strata – mniejsza strata,

* strata – obecnie strata zamiast zysku,

W I kw. br. wyniki finansowe Dużych spółek okazały się słabe. Jedynie niektóre z nich zdołały poprawić swoje wyniki na trzech analizowanych poziomach. Spośród Dużych spółek pod względem dynamiki osiągniętych wyników finansowych najlepiej w minionym kwartale zaprezentowały się spółki Asseco Poland oraz Infovide-Matrix.

W przypadku spółki Asseco Poland uzyskane w I kw. 2009 r. wyniki ponownie okazały się lepsze od oczekiwań rynkowych. Wysoka dynamika osiągniętych wyników naszym zdaniem jest wynikiem konsekwentnie realizowanej przez Spółkę strategii powiększania Grupy o nowe podmioty m.in. w lutym Spółka dokonała zakupu 55% hiszpańskiej spółki Raxon Informatica za 15,4 mln euro. Akwizycja została sfinansowana ze środków własnych. Spółka Raxon ma stać się ośrodkiem konsolidacji w swoim regionie. Roczne przychody spółki Raxon mają sięgać 50 mln euro, a zysk netto 4 mln euro. Na poprawę wyników Asseco Poland miały również wpływ dotychczas realizowane kontrakty zawarte w poprzednich okresach m.in. z PKO BP, ZUS, PZU oraz ARiMR, a także nowe kontrakty podpisane z dotychczasowymi klientami takimi jak: Telekomunikacja Polska, Tele-Fonika Kable, DI BRE, DM PKO BP, ING Bank, Fortis Bank. Zwracamy uwagę, że wysoka dynamika osiągniętych wyników Asseco Poland wynika z faktu, że I kw. ubr. nie uwzględniał połączenia Spółki ze spółką Prokom Software, które nastąpiło 1 kwietnia 2008 r.

Natomiast w przypadku spółki Infovide-Matrix wysoka dynamika osiąganych wyników jest wynikiem dobrze zdywersyfikowanego portfela zamówień. W I kw. 2009 r. Spółka realizowała projekty zarówno w sektorach: telekomunikacyjnym, bankowo-finansowym, administracji publicznej, przemysłowym oraz energetycznym.

W minionym kwartale na szczególną uwagę zasługują również spółki ATM oraz Comp, które w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego wypracowały dodatni wynik na działalności operacyjnej oraz zysk netto.

Natomiast w I kw. br. inwestorów rozczarowała spółka Comarch, która w stosunku do I kw. ubr. odnotowała stratę operacyjną oraz netto. Ujemne wyniki finansowe są spowodowane m.in. stratami poniesionymi przez niemiecką spółkę SoftM oraz kosztami nowych projektów inwestycyjnych.

Spółki Małe i Średnie	Dynamika przychodów		Dynamika EBIT		Dynamika zysku netto		Suma pkt.
	%	pkt.	%	pkt.	%	pkt.	
MCLOGIC	21,38%	4	121,62%	6	135,92%	6	16
SIMPLE	26,36%	4	65,31%	5	69,38%	5	14
IBSYSTEM	146,48%	6	zysk	2	150,00%	6	14
TETA	52,01%	5	37,25%	4	14,28%	3	12
LSISOFT	19,60%	3	-26,83%	1	strata	0	4
ASSECOBS	-3,53%	1	-15,88%	1	-13,62%	1	3
QUANTUM	1,08%	2	strata	0	strata	0	2
TALEX	-11,81%	1	w.strata	0	w.strata	0	1
B3SYSTEM	-0,18%	1	strata	0	strata	0	1
PROCAD	-9,87%	1	strata	0	-91,48%	0	1
ARCUS	-18,45%	1	strata	0	strata	0	1
BETACOM	-55,91%	0	strata	0	strata	0	0
WOLAINFO	-36,59%	0	w.strata	0	w.strata	0	0
PWRMEDIA	-30,37%	0	strata	0	strata	0	0
OPTIMUS	-96,97%	0	strata	0	strata	0	0
ONE2ONE	-78,39%	0	strata	0	strata	0	0
MEDIANA	-6,70%		-		-		

* w.strata – większa strata, * zysk – obecnie zysk zamiast straty,

* strata – obecnie strata zamiast zysku,

Dla Małych i Średnich spółek (MiŚ) miniony kwartał był znacznie gorszy, niż w przypadku spółek Dużych. Jedynie czterem spółkom (Macrologic, Simple, Invar&Biuro System oraz Teta) udało się zwiększyć swoje przychody ze sprzedaży, wynik operacyjny, a także zysk netto.

W I kw. 2009 r. w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, spośród MiŚ spółek, pod względem dynamiki osiągniętych wyników zdecydowanie najlepiej zaprezentowała się spółka Macrologic.

I kw. br. dla spółki Macrologic był najlepszym kwartałem w 20 - letniej historii Spółki. Wpływ na wzrost skonsolidowanych przychodów Spółki w tym okresie w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego miała zwiększona sprzedaż usług o 39%, sprzedaż licencji własnych o 4%, a także zwiększona sprzedaż produktów obcych o 18%. W I kw. br. spółka Macrologic pozyskała wartościowo o 47 proc. więcej nowych kontraktów niż w analogicznym okresie 2008 r. Średnia wartość nowego kontraktu w I kw. 2009 r. wyniosła 220 tys. zł i była wyższa o 182% od średniego kontraktu w I kw. 2008 r.

Równie wysoko w naszym rankingu pod względem osiągniętych wyników za I kw. br. uplasowała się spółka Simple. Na przełomie roku Spółka wprowadziła do sprzedaży nowy produkt SIMPLE.BUD, który bardzo korzystnie został przyjęty przez rynek. Zarząd Simple deklaruje, że w tym roku przychody powiększą się o kilkanaście procent, a rentowność netto będzie oscylować w przedziale 7–9%, co uważamy za realne do spełnienia.

W przypadku spółki Invar&Biuro System pozytywny wpływ na wysoką dynamikę osiągniętych wyników finansowych Spółki miało połączenie ze spółką Media Service, które nastąpiło w sierpniu ubiegłego roku.

RENTOWNOŚĆ ZA OSTATNIE 4 KWARTAŁY

Spółki Duże	ROE [%]	ROS netto [%]	Marża EBIT [%]	Marża netto [%]	Suma pkt.
ASSECOPOL	9,70	17,22	17,18	11,21	23
ASSECOSLO	16,79	11,61	11,66	9,42	21
IVMX	8,60	9,31	7,06	7,09	15
QUMAKSEK	19,34	6,34	6,21	5,16	15
COMP	6,26	6,51	6,20	6,02	13
ATM	4,42	7,13	7,21	3,62	12
COMARCH	6,20	8,28	3,19	4,15	12
WASKO	6,12	4,16	4,26	2,44	10
IGROUP	2,23	5,49	5,07	1,25	10
NTTSYSTEM	2,40	1,30	2,10	0,49	6
SYGNITY	2,20	-0,06	2,18	0,84	6
TECHMEX	-8,39	0,78	-0,47	-3,73	1
MEDIANA	6,16	6,43	5,63	3,88	

Wśród spółek Dużych liderem pod względem osiągniętej rentowności i uzyskanych marż za cztery ostatnie kwartały jest spółka Asseco Poland. Wpływ na taką sytuację miała korzystnie utrzymująca się struktura przychodów ze sprzedaży Spółki. Pod względem przychodów ze sprzedaży w poszczególnych sektorach działalności w I kw. br. w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego Spółka odnotowała istotny wzrost udziału w sprzedaży do instytucji publicznych. Natomiast zmniejszył się udział w sektorze bankowości i finansów, a także uległ obniżeniu udział sprzedaży do sektora przedsiębiorstw, przy jednoczesnym wzroście wartości przychodów z tych sektorów. W I kw. 2009 r. w porównaniu do analogicznego okresu 2008 r. za sprawą nabycia nowych podmiotów Asseco Poland odnotował zarówno wzrost przychodów ze sprzedaży oprogramowania i usług własnych o 122%, wzrost przychodów ze sprzedaży sprzętu i infrastruktury o 81%, a także wzrost przychodów z outsourcingu o 66%. Z kolei w analizowanym okresie spadły przychody z tytułu sprzedaży oprogramowania i usług obcych o 7%.

Zarząd Asseco Poland ocenia, że w 2009 r. może osiągnąć zysk netto wyższy, niż przewidywania rynkowe. Według rynkowego konsensusu zysk netto Asseco Poland w 2009 r. miały wynieść 312,0 mln zł wobec 321,6 mln zł w 2008 r., co może wpłynąć na obniżenie wskaźnika ROE do poniżej 9%.

W zakresie osiągniętej rentowności za cztery ostatnie kwartały równie wysoko znalazła się spółka Asseco Slovakia, która na 2009 r. zakłada wzrost przychodów o 10% i co najmniej utrzymanie rentowności netto na poziomie z zeszłego roku. Skonsolidowany backlog Spółki kształtuje się na poziomie 100 mln euro i jest porównywalny do stanu z przed roku. W tym roku Asseco Slovakia planuje przeprowadzić restrukturyzację organizacji, co ma przełożyć się na wzrost przychodów i EBITDA w 2010 r. o 11%. Ponadto w 2009 r. Spółka zamierza zwiększyć swoją aktywność na rynku przejść. W zakresie zainteresowania Spółki są m.in. średniej wielkości firma z Węgier, a także z Czech. Trwają również rozmowy ze spółką z Austrii i małą firmą IT ze Słowacji.

Obecna sytuacja makroekonomiczna niekorzystnie wpłynęła na rentowność i marże spółki Techmex.

Spółki Małe i Średnie	ROE [%]	ROS netto [%]	Marża EBIT [%]	Marża netto [%]	Suma pkt.
MCLOGIC	29,98	18,15	17,36	13,79	24
TETA	13,97	20,38	20,06	12,71	23
ASSECOBS	8,61	16,26	16,38	13,26	22
SIMPLE	8,66	6,63	6,50	3,86	15
B3SYSTEM	12,19	4,39	4,77	3,07	14
TALEX	6,12	4,77	4,26	2,14	13
QUANTUM	4,15	2,29	2,34	3,74	10
ARCUS	3,53	2,12	3,97	1,74	10
PROCAD	4,21	0,55	0,88	1,75	9
BETACOM	2,75	0,19	0,93	0,39	8
OPTIMUS	10,92	-23,56	1,46	1,82	8
WOLAINFO	-2,59	-0,21	-0,25	-0,53	4
LSISOFT	-14,68	-10,50	-9,81	-0,57	1
ONE2ONE	-7,45	-3,46	-4,64	-5,55	1
IBSYSTEM	-11,29	-7,39	-7,80	-15,81	0
PWRMEDIA	-25,04	-16,03	-16,13	-13,23	0
MEDIANA	4,18	1,34	1,90	1,79	

Po I kw. br. liderem wśród MiŚ spółek pod względem rentowności i osiągniętych marż została spółka Macrologic. Spółka dzięki stałej kontroli ponoszonych kosztów (przede wszystkim kosztów stałych) i efektywniejszemu wykorzystaniu zasobów ludzkich oraz zwiększeniu sprzedaży oferowanych produktów, co przełożyło się na wzrost zysków, zdołała wypracować dużo wyższe marże w porównaniu do lat poprzednich. Jednakże według oceny Zarządu Macrologic w II i III kw. br. dynamika przychodów oraz rentowność mogą być niższe niż w I kw. br. ze względu na typową dla branży IT sezonowość, chociaż w każdym kwartale tego roku Macrologic spodziewa się lepszych wyników r/r.

Tuż za spółką Macrologic pod względem osiągniętej rentowności i marż uplasowały się spółki Teta oraz Asseco Business Solutions.

W przypadku spółki Teta dynamiczny wzrost przychodów i wysoka rentowność to zasługa m.in. powiększenia grupy o węgierską spółkę VT-Soft. Zwracamy uwagę, że na poziom uzyskanej marży netto negatywny wpływ miały koszty finansowe związane z obsługą zadłużenia. Na koniec I kw. br. Teta miała 58 mln zł zobowiązań, czyli dwa razy więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Natomiast koszty obsługi tego zadłużenia kwartalnie wynoszą ok. 2 mln zł.

Natomiast spółka Asseco Business Solutions, która dostarcza nowoczesne rozwiązania informatyczne dla przedsiębiorstw (ERP), I kw. br. nie zaliczy do udanych. Pomimo utrzymania relatywnie wysokiego poziomu marż za cztery ostatnie kwartały, w minionym kwartale Spółka już odczuła trwające spowolnienie gospodarcze, co znalazło swoje przełożenie w uzyskanych przez nią wynikach finansowych. W I kw. br. w stosunku do I kw. 2008 r. przychody ze sprzedaży zmniejszyły się o 4%, EBIT zmalał o 16%, natomiast zysk netto spadł o 14%. Przy czym zwracamy uwagę, że rok wcześniej Spółka korzystała z tarczy podatkowej. Wpływ na zmniejszenie rentowności miały również dokonane przez Spółkę przekształcenia organizacyjne m.in. wdrożenie nowego systemu informatycznego, czy też wypłata odpraw dla pracowników.

WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA ORAZ PŁYNNOŚCI

Spółki Duże	Wskaźnik ogólnego zadłużenia		Wskaźnik bieżącej płynności		Suma pkt.
IVMX	17,21%	6	2,05	4	10
COMP	20,79%	5	2,14	4	9
WASKO	24,38%	4	2,38	5	9
QUMAKSEK	33,32%	3	3,12	6	9
COMARCH	39,47%	2	2,42	5	7
ASSECOPOL	31,84%	3	1,27	2	5
NTTSYSTEM	40,91%	2	1,91	3	5
SYGNITY	39,26%	2	1,54	3	5
ATM	32,04%	3	1,05	1	4
ASSECOSŁO	46,04%	1	1,31	2	3
TECHMEX	52,01%	0	1,20	2	2
IGROUP	55,45%	0	0,73	0	0
MEDIANA	36,29%		1,73		

W ubiegłym kwartale wśród Dużych Spółek zarówno pod względem wskaźnika ogólnego zadłużenia oraz płynności bieżącej najkorzystniej zaprezentowała się spółka Infovite-Matrix. W I kw. 2009 r. w Spółce były kontynuowane działania mające na celu doskonalenie systemu zarządzania. Dzięki wprowadzeniu nowej architektury korporacyjnej Spółka zwiększyła swoje możliwości w realizacji dużych i bardziej złożonych projektów, co oceniamy bardzo pozytywnie. Backlog kontraktów usługowych na ten rok ma wartość 106 mln zł i jest o 5,1 mln zł większy niż w porównywalnym okresie 2008 r. Największy udział w backlogu usług mają usługi dla sektorów: telekomunikacyjnego i bankowego, a w dalszej kolejności dla administracji publicznej i przemysłu. Zarząd Spółki duże nadzieje wiąże również z branżą energetyczną i spodziewa się z tego źródła kilka razy większych przychodów niż w roku poprzednim. Dla podmiotów z sektora energetycznego Spółka przygotowała kompleksową ofertę, począwszy od doradztwa i konsultingu z zakresu zarządzania infrastrukturą IT, aż po wdrożenia core systemów dla sektora (np. customer care and billing systems). Celem Spółki na ten rok jest powtórzenie zeszłorocznych wyników (224 mln zł przychodów oraz 14,15 mln zł netto). Z zysku za 2008 r. Zarząd zarekomenduje Walnemu Zgromadzeniu wypłatę dywidendy w wysokości 3,55 mln zł, co oznacza 30 gr. dywidendy na akcje. Obecnie Zarząd prowadzi również rozmowy w sprawie kolejnych przejęć.

Pod względem wskaźników zadłużenia oraz bieżącej płynności w I kw. 2009 r. równie korzystnie wypadła spółka Comp Safe Support, specjalizująca się w produktach i usługach w obszarze bezpieczeństwa IT. W tym roku Spółka rozpoczęła realizację największego projektu w swojej historii – budowy Systemu Dozoru Elektronicznego (SDE) tzw. elektroniczne kajdanki. Łączna wartość kilkuletniego projektu wynosi 225 mln zł, a w tym roku Comp wykona prace za ok. 20 mln zł. Tegoroczny portfel zamówień Spółki ma wartość ponad 110 mln zł - o 50% więcej niż w 2008 r.

Wśród Dużych spółek zdecydowanie najwyższy poziom zadłużenia oraz najniższy poziom bieżącej płynności w I kw. 2009 r. charakteryzował spółkę Internet Group. Jednakże obecnie przeprowadzana emisja akcji z prawem poboru powinna wpłynąć na poprawę tych wskaźników.

Spółki Małe i Średnie	Wskaźnik ogólnego zadłużenia		Wskaźnik bieżącej płynności		Suma pkt.
ASSECOBS	7,16%	6	4,22	5	11
QUANTUM	14,34%	5	5,52	6	11
PWRMEDIA	15,44%	5	7,12	6	11
TALEX	15,29%	5	4,49	5	10
PROCAD	21,35%	4	4,04	5	9
ARCUS	25,34%	4	3,68	3	7
IBSYSTEM	26,80%	4	1,53	2	6
MCLOGIC	24,08%	4	1,73	2	6
WOLAINFO	34,88%	3	2,44	3	6
BETACOM	45,56%	1	3,27	3	4
SIMPLE	48,83%	1	2,64	3	4
TETA	38,59%	2	1,38	1	3
B3SYSTEM	42,97%	1	1,53	2	3
LSISOFT	39,87%	2	1,05	1	3
ONEZONE	44,66%	1	1,70	2	3
OPTIMUS	65,13%	0	0,88	0	0
MEDIANA	30,84%		2,54		

W I kw. 2009 r. wskaźniki ogólnego zadłużenia MiŚ spółek utrzymywały się na relatywnie bezpiecznym poziomie. Zdecydowanie najbardziej niekorzystnie pod tym względem w naszym rankingu wyglądała spółka Optimus, której wskaźnik ogólnego zadłużenia ukształtował się na poziomie 65,13%. Czynnikiem wpływającym na tak wysoki poziom tego wskaźnika jest nadal niska wartość posiadanych kapitałów własnych Spółki. Zwracamy uwagę, że w I kw. br. spółka Optimus nie posiadała zobowiązań z tytułu kredytów oraz pożyczek. Natomiast środki pozyskane z emisji akcji zamierza przeznaczyć na spłatę zobowiązań z Zatrą oraz Michałem Dębskim. Z kolei kwota 2,7 mln zł ma zostać przeznaczona na zmianę modelu biznesowego. Obecnie Spółka zakończyła prace przygotowawcze dotyczące restrukturyzacji oraz zaprzestała realizowania nieefektywnej działalności operacyjnej związanej z dotychczasowym profilem produkcji. W II kw. br. Zarząd Optimusa planuje przedstawić inwestorom nową strategię rozwoju, przy czym Spółka zamierza nadal działać w sektorze nowych technologii.

Natomiast w minionym kwartale najniższym poziomem zadłużenia mogła pochwalić się spółka Asseco Business Solutions, której wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 7,16%.

W I kw. br. MiŚ spółki w porównaniu do spółek Dużych charakteryzowały się wyższymi wskaźnikami bieżącej płynności, a często wykazywały nadpłynność. Pod względem wskaźników płynności wśród MiŚ najlepiej w naszym rankingu kształtują się spółki: Power Media, Quantum Software, Talex, Asseco Business Solutions oraz Procad.

Zwracamy uwagę, że Spółka Power Media oraz Quantum Software, które stosunkowo niedawno debiutowały na GPW, nie zdążyły jeszcze w pełni wykorzystać pozyskanych z emisji publicznej środków na zapowiadane cele, stąd nadal lokują je w bezpieczne instrumenty finansowe m.in. na rachunkach bankowych.

WSKAŹNIKI RYNKOWE, OBROTY

Spółki Duże	P/E		P/BV		Średnie obroty (tys. zł)		Suma pkt.
IGROUP	13,85	3	0,31	6	1 101	5	14
TECHMEX	-	0	0,35	6	1 396	5	11
ASSECOPOL	12,21	4	1,18	1	17 159	6	11
ASSECOSŁO	7,08	6	1,19	1	368	3	10
SYGNITY	28,49	1	0,63	5	968	4	10
IVMX	9,34	5	0,80	3	26	1	9
COMP	13,25	3	0,83	3	300	3	9
ATM	17,31	2	0,77	4	264	3	9
WASKO	14,11	3	0,86	3	186	2	8
COMARCH	16,62	2	1,03	2	949	4	8
QUMAKSEK	8,39	5	1,62	0	208	2	7
NTTSYSTEM	29,25	1	0,70	4	187	2	7
MEDIANA	13,85		0,82		334,27		

Spśród Dużych spółek pod względem wskaźnika P/E najkorzystniej kształtują się spółki Asseco Slovakia (7,08) oraz Qumak -Sekom (8,39).

W przypadku spółki Asseco Slovakia w I kw. br. WZA zdecydowało o przeznaczeniu na wypłatę dywidendy 10,04 mln euro z zysku netto za 2008 r., czyli 0,47 euro dywidendy na akcję.

Natomiast WZA spółki Qumak-Sekom podjęło decyzję o przeznaczeniu na dywidendę 3,63 mln zł z 14,12 mln zł zysku netto za 2008 r. w wysokości 11,15 mln euro. Oznacza to wypłatę dywidendy w wysokości 0,35 zł na akcję. Ponadto po zakończeniu 2009 r. Zarząd Spółki rozważy powiększenie dywidendy lub rozpocznie buy-back. W tym roku Spółka spodziewa się także zwiększenia przychodów o co najmniej 20% i utrzymania rentowności na zbliżonym poziomie r/r. Spółka zainteresowana jest udziałem w pracach przy stadionach na Euro 2012. Obecny portfel zamówień Spółki na lata 2009 i 2010 ma wartość 289,5 mln zł. Oczekujemy, że w wyniku wygrania kolejnych kontraktów m.in. kontraktów na prace przy stadionach Euro 2012 czy przetargu w sektorze publicznym wartość portfela zamówień Spółki ulegnie istotnemu zwiększeniu.

Wśród Dużych spółek jedynie spółka Techmex odnotowała narastająco stratę za cztery ostatnie kwartały. Zwracamy jednak uwagę, że pod koniec maja zapadły dla Spółki korzystne wyroki sądowe, co w kolejnych okresach może przełożyć się na poprawę jej rentowności. Nastąpiło uprawomocnienie wyroku w sprawie rozliczeń Spółki z jednym z podwykonawców projektu kontroli gospodarstw rolnych. W wyniku tego Spółka ma otrzymać od podwykonawcy kwotę 4,41 mln zł. Ponadto w wyniku ugody zawartej w grudniu 2007 r. z Sygnity oraz decyzji sądu, Techmex powinien otrzymać od Sygnity kwotę 5,37 mln zł.

Również pod koniec maja Agencja Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa wybrała ofertę Techmeksu jako najkorzystniejszą w przetargu na wykonanie "kontroli na miejscu" metodą inspekcji terenowej w województwach dolnośląskim oraz opolskim. Łączna wartość oferty w tych województwach to 2,46 mln zł brutto. Oczekujemy wzrostu rentowności tegorocznego projektu, gdyż w przeciwieństwie do lat ubiegłych Spółka będzie wykonywała te zadania samodzielnie.

Spółki Małe i Średnie	P/E		P/BV		Średnie obroty (tys. zł)		Suma pkt.
TETA	6,65	6	0,93	4	184	4	14
ASSECOBS	9,93	5	0,86	4	208	4	13
BETACOM	21,48	3	0,59	5	81	3	11
TALEX	11,62	4	0,71	4	37	2	10
B3SYSTEM	11,08	4	1,35	3	115	3	10
IBSYSTEM	-	0	0,73	4	3 523	6	10
MCLOGIC	8,63	5	2,59	2	35	2	9
PROCAD	29,39	2	1,24	3	225	4	9
ARCUS	24,51	3	0,77	4	32	2	9
QUANTUM	19,85	3	0,82	4	18	1	8
SIMPLE	17,74	3	1,54	3	22	1	7
WOLAINFO	-	0	0,61	5	54	2	7
OPTIMUS	57,13	0	6,24	0	2 043	6	6
LSISOFT	-	0	0,73	4	57	2	6
ONEZONE	-	0	1,07	3	79	3	6
PWRMEDIA	-	0	2,91	2	20	1	3
MEDIANA	17,74		0,89		67,55		

Wśród MiŚ spółek z punktu widzenia wskaźników rynkowych liderem naszego rankingu została spółka Teta z najniższym wskaźnikiem P/E równym 6,65 i wskaźnikiem P/BV na poziomie 0,93. Jednakże Zarząd Tety będzie rekomendował Walnemu Zgromadzeniu pozostawienie zysku netto za 2008 r. w Spółce. Natomiast w zamian planuje przedstawić akcjonariuszom atrakcyjne projekty, które powinny przyczynić się do zwiększenia wartości Spółki.

W II kw. br. Teta powinna już zacząć konsolidować metodą pełną wyniki spółki Insert, w której w zamian za emisję akcji serii K obejmie 35% udziałów. Pozytywnie oceniamy chęć wprowadzenia w II kw. br. wspólnie przez spółki Tete oraz Insert nowego systemu informatycznego wspomagającego zarządzanie średniej wielkości przedsiębiorstwem o nazwie Navireo, który docelowo ma zastąpić system Teta Biznes Partner. System ten plasowany będzie w segmencie cenowym 50 - 150 tys. zł, a więc będzie konkurował z systemami takich firm jak m.in.: Comarch, Asseco Business Solutions, Simple. Celem strategicznym Zarządu Tety jest zdobycie 20% udziałów w tym segmencie w ciągu 3 lat i zajęcie w nim miejsca w czołowej trójce, co wydaje się przez nas całkiem realne do osiągnięcia.

Po I kw. br. pod względem wskaźnika P/E spośród MiŚ spółek na relatywnie atrakcyjnym poziomie w naszym rankingu kształtuje się spółka Macrologic, dla której wskaźnik cena/zysk wynosi 8,63. Pozytywnie oceniamy konsekwentnie prowadzoną przez Spółkę politykę wypłaty dywidendy. 18 maja br. Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Spółki zdecydowało, że z zysku netto osiągniętego w 2008 r. na dywidendę dla akcjonariuszy trafi 3,78 mln zł, czyli 2,15 zł dywidendy na akcje. Stopa dywidendy wyniesie więc 6,33%. Dla porównania z zysku netto za 2007 r., który wyniósł 5,83 mln zł, Macrologic przeznaczył na dywidendę 1,89 mln zł.

Równie korzystnie pod względem wskaźników rynkowych prezentuje się spółka Asseco Business Solutions ze wskaźnikiem P/E na poziomie 9,93 oraz wskaźnikiem P/BV równym 0,86.

PERSPEKTYWA ROZWOJU

Spółki Duże	Perspektywa rozwoju (pkt.)
ASSECOPOL	6
ASSECOSLO	5
IVMX	4
COMP	4
QUMAKSEK	4
COMARCH	4
ATM	3
WASKO	3
TECHMEX	3
IGROUP	2
NTTSYSTEM	2
SYGNITY	2

Pod względem perspektywy rozwoju w okresie spowolnienia gospodarczego preferujemy spółki o dużym, zdywersyfikowanym portfelu zamówień, świadczące kompleksowe rozwiązania informatyczne w różnych sektorach działalności. Z tego też powodu najwyżej w naszym rankingu oceniamy perspektywę rozwoju spółki Asseco Poland. Według danych z 8 maja br. Spółka posiada skonsolidowany portfel zamówień na 2009 r. o wartości 2,1 mld zł, w tym wartość oprogramowania i usług własnych wynosi 1,59 mld zł. Natomiast jednostkowy backlog Spółki wynosi 0,81 mld zł, w tym wartość usług i oprogramowania własnego stanowi 0,57 mld zł.

Pozytywnie oceniamy chęć dalszej konsolidacji europejskiego rynku IT przez Asseco Poland. Spółka planuje kolejne akwizycje w Hiszpanii. W obrębie jej zainteresowania znajduje się siedem hiszpańskich podmiotów. Asseco Poland w oparciu o przejęte spółki oraz spółkę Raxon zamierza zbudować grupę Asseco South Western Europe, która obejmować będzie takie kraje jak: Hiszpanie, Francje, Portugalię i Włochy. Spółka obecnie prowadzi także rozmowy z trzema spółkami skandynawskimi, które razem z litewską spółką Sintagma mogłyby utworzyć grupę Asseco Northern Europe. Zarząd Asseco Poland spodziewa się, że jeszcze w czerwcu uda się przejąć jedną ze spółek skandynawskich, działających na rynku consultingu i oprogramowania dla instytucji finansowych. Spółka Asseco Poland jest także zainteresowana kolejnymi akwizycjami w regionie DACH (Niemcy, Austria, Szwajcaria), gdzie poszukuje spółek z rozwiązaniami informatycznymi dla banków oraz przedsiębiorstw. W ramach grupy Asseco DACH planowane jest połączenie AP, matrix42 oraz update4u software. Również do tej grupy ma zostać przeniesiona austriacka spółka Uniquare wchodząca obecnie w skład grupy Asseco Slovakia.

Ponadto Walne Zgromadzenie spółki Asseco Poland zdecydowało o przeznaczeniu na dywidendę 70,30 mln zł z jednostkowego zysku netto za 2008 rok, co daje 1,03 zł dywidendy na akcje. Dzień prawa do dywidendy został ustalony na 10 czerwca br., a termin jej wypłaty na 2 lipca br. Asseco Poland podtrzymuje też plany wprowadzenia na giełdę firmy zależnej Asseco South Eastern Europe (ASEE). Według informacji Zarządu jest duża szansa, że debiut spółki ASEE na GPW nastąpi w lipcu tego roku.

Spółki Małe i Średnie	Perspektywa rozwoju (pkt.)
TETA	5
MCLOGIC	5
ASSECOBS	5
B3SYSTEM	4
PROCAD	3
SIMPLE	3
BETACOM	2
IBSYSTEM	2
TALEX	2
ARCUS	2
QUANTUM	2
WOLAINFO	2
ONE2ONE	2
OPTIMUS	1
LSISOFT	1
PWRMEDIA	1

Uwzględniając perspektywę rozwoju wśród MiŚ spółek w naszym rankingu najwyżej oceniamy działalność spółek Teta, Macrologic oraz Asseco Business Solutions

Portfel zamówień spółki Teta w 2009 r. jest wyższy niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Zdaniem Zarządu Spółki sprzedaż w kolejnych kwartałach będzie o co najmniej kilka procent wyższa niż w zeszłym roku. Podobnie rentowność powinna ukształtować się na wyższym poziomie niż w I kw. 2009 r. Szansą dla spółki w kolejnych kwartałach, jest to, że jej kontrahenci coraz częściej współfinansują się ze środków z UE, dzięki czemu mają możliwość zakupu bardziej złożonych aplikacji Spółki, dzięki czemu zwiększa się wartość jej pojedynczych projektów.

Natomiast dla spółki Macrologic bieżący backlog jest o 40% wyższy niż rok temu. Dzięki dobrze zdywersyfikowanemu portfelowi Spółka może skutecznie chronić się przed postępującym spowolnieniem gospodarczym. W tym roku planuje zwiększyć wpływy od 10% do 15% i wypracować 15% rentowność netto. Wzrost rentowności ma wynikać m.in. z korzystnych zmian w strukturze sprzedaży. Zarząd Macrologic chciałby, aby większa część wpływów pochodziła z usług utrzymania aplikacji, a także planuje zwiększyć stawki za wykonywane usługi. Spółce z roku na rok wzrasta także średnia wartość projektu. Ponadto w czerwcu 2009 r. Spółka planuje oddać do użytku nowa wersje pakietu Xpertis pracującego na platformie Java. Nowa oferta Macrologic, może stać się atrakcyjna dla użytkowników systemów DOS, bowiem według badań ok. 30% rynku ERP wciąż należy do przestarzałych technologicznie rozwiązań DOS-owych. Użytkownicy tych systemów, dzięki zmianom rozwiązań na nowocześniejsze, mogą stanowić potencjalne źródło przychodów dla Spółki.

W przypadku spółki Asseco Business Solutions obecny portfel zamówień na 2009 r. ma wartość ok. 100 mln zł, czyli wynosi 60% sprzedaży z 2008 r.

Przyjęte założenia:

- Analizę przeprowadzono na podstawie danych finansowych za okres II kw. 2008 r. - I kw. 2009 r. oraz kursów zamknięcia z dnia 01.06.2009 r.,
- Przy obliczaniu wskaźników zostały wyłączone zdarzenia jednorazowe, które nie są typowe dla podstawowej działalności operacyjnej analizowanych spółek ,
- Liderami zostały spółki, które uzyskała najwyższą średnią ważoną sumę punktów z wszystkich podrankingów,
- Poszczególnym wskaźnikom przypisaliśmy następujące wagi:

Wskaźnik	Dynamika r/r			ROE	ROS	Marża EBIT	Marża netto	Wskaźnik		P/E	P/BV	Obroty (tys. zł)	Perspektywa rozwoju x
	NS	OP	NP					DM	CR				
	(%)							x					
WAGA	0,05	0,05	0,1	0,1	0,05	0,05	0,05	0,1	0,05	0,1	0,05	0,05	0,2

Miejsce w rankingu			Spółki Duże	Średnia ważona liczba zdobytych punktów
I kw. 2009 r.	IV kw. 2008 r.	III kw. 2008 r.		
1	1	1	ASSECOPOL	4,70
2	6	7	IVMX	4,20
3	2	2	ASSECOSLO	3,75
4	5	6	COMP	3,35
5	4	3	QUMAKSEK	3,25
6	8	4	ATM	2,80
7	3	8	COMARCH	2,75
8	7	5	WASKO	2,45
9	10	11	IGROUP	2,10
10	12	10	TECHMEX	1,95
11	9	12	NTTSYSTEM	1,90
12	11	9	SYGNITY	1,85

Naszymi liderami wśród spółek Dużych zostały:

- **Asseco Poland,**
- **Infovide-Matrix.**

Miejsce w rankingu			Spółki Małe i Średnie	Średnia ważona liczba zdobytych punktów
I kw. 2009 r.	IV kw. 2008 r.	III kw. 2008 r.		
1	2	8	MCLOGIC	4,80
2	3	2	TETA	4,40
3	1	1	ASSECOSBS	4,25
4	6	15	SIMPLE	3,25
5	7	9	TALEX	2,75
6	4	3	B3SYSTEM	2,70
7	5	10	QUANTUM	2,50
8	8	7	PROCAD	2,45
9	13	14	IBSYSTEM	2,40
10	-	5	ARCUS	2,25
11	10	12	BETACOM	1,85
12	12	4	WOLAINFO	1,45
13	9	11	PWRMEDIA	1,15
14	11	16	OPTIMUS	1,10
15	15	6	LSISOFT	1,00
16	14	13	ONE2ONE	0,95

Wśród spółek Małych i Średnich liderami są:

- **Macrologic,**
- **Teta.**

Wyniki finansowe spółek

	Przychody (tys. zł)				EBIT (tys. zł)				Zysk netto (tys. zł)			
	I`09	I`08	II`08 - I`09	II`07 - I`08	I`09	I`08	II`08 - I`09	II`07 - I`08	I`09	I`08	II`08 - I`09	II`07 - I`08
ASSECOPOL	710 025	414 604	3 082 001	1 485 258	114 560	79 228	529 598	279 122	75 051	51 011	345 618	187 443
SYGNITY	140 376	208 782	927 263	1 177 022	-16 125	-24 844	20 240	-79 115	-17 033	-26 315	7 798	-77 035
COMARCH	159 691	110 332	750 324	593 004	-5 913	5 563	23 972	40 939	-2 864	5 436	31 126	38 021
ASSECOSLO**	128 545	125 527	640 250	394 620*	10 556	13 583	10 556	52 861*	8 867	8 356	60 301	32 533*
NTTSYSTEM	125 201	139 994	628 879	588 332	3 375	349	13 237	-409	267	1 300	3 068	9 250
WASKO	28 376	53 615	381 314	389 462	-1 898	1 700	16 228	34 682	-2 614	1 918	9 309	30 009
TECHMEX	57 290	76 494	346 533	440 218	9 598	1 754	-1 623	5 265	1 178	1 029	-12 912	15 094
COMP	52 701	48 591	321 346	197 042	627	-1 406	19 916	21 109	1 504	-810	19 343	20 730
IGROUP	60 697	77 653	308 631	287 406	1 870	1 670	15 642	11 424	-285	-1 204	3 854	6 508
ATM	64 784	43 640	288 592	264 974	4 006	-2 505	20 819	22 725	355	-255	10 442	22 733
QUMAKSEK	36 913	29 622	261 032	211 369	2 038	3 154	16 206	13 171	1 861	2 523	13 460	10 756
IVMX	50 222	46 676	228 043	249 825	3 733	1 785	16 100	21 138	3 478	1 468	16 162	17 005
WOLAINFO	14 507	22 879	168 393	143 768	-5 950	-3 479	-413	6 249	-5 089	-3 360	-889	5 400
ASSECOBS	40 745	42 238	166 931	131 024	7 107	8 449	27 350	22 530	6 042	6 995	22 137	18 776
BETACOM	17 021	38 604	160 422	143 809	-98	1 641	1 489	3 315	-288	1 059	630	2 392
TALEX	13 480	15 286	129 647	139 888	-1 694	-877	5 523	5 265	-2 023	-773	2 780	4 422
ARCUS	18 191	22 306	126 205	108 428	-307	592	5 015	6 916	-2 312	135	2 193	8 308
TETA	21 879	14 393	101 080	64 690	2 830	2 062	20 276	13 015	1 633	1 429	12 844	9 616
B3SYSTEM	13 186	13 210	66 349	46 081	-34	272	3 167	1 901	-245	161	2 036	1 540
MCLOGIC	14 190	11 691	53 935	46 079	3 803	1 716	9 365	8 051	2 982	1 264	7 435	5 892
IBSYSTEM	12 637	5 127	44 241	22 717	252	-94	-3 452	-135	90	36	-3 452	981
PROCAD	8 204	9 102	41 045	36 631	-117	246	362	902	26	305	718	835
OPTIMUS	438	14 479	33 544	104 589	-310	399	491	-13 776	-304	204	491	-19 027
ONEZONE	2 591	11 990	25 370	51 353	-658	244	-1 178	2 346	-1 003	181	3 068	9 250
QUANTUM	4 379	4 332	18 307	17 414	-272	247	429	1 794	-145	287	685	1 598
SIMPLE	4 957	3 923	17 387	14 794	810	490	1 131	859	603	356	672	496
LSISOFT	4 204	3 515	16 060	14 053	409	559	-1 576	1 675	-91	434	-2 277	1 675
PWRMEDIA	2 219	3 187	12 393	11 951	-1 558	345	-1 999	660	-1 524	286	-1 640	478

Źródło: Notoria; ** EUR/PLN = 4,4447; *wg. średniego kursu NBP z dnia 31.12.2008 r., 1 SKK = 0,1385 PLN,

Zdarzenia jednorazowe, które zostały przez nas „wyeliminowane”, ponieważ nie są typowe dla podstawowej działalności operacyjnej spółek:

- I&B System – przeszacowanie wartości nieruchomości spółki zależnej – wpływ na wynik netto za III kw. ubr. – szacowana przez nas kwota - 18,7 mln zł,
- Comarch – sprzedaż przez spółkę zależną akcji INTERIA.PL – wpływ na wynik netto za I kw. ubr. – kwota - 159,7 mln zł.
- Techmex – sprzedaż udziałów spółki Karen Notebook S.A. – wpływ na wynik netto za I kw. ubr. – kwota korekty – 24,9 mln zł.

Metodologia fundamentalnej analizy sektorowej

Przedmiotem Fundamentalnej Analizy Sektorowej są spółki przypisane do danego sektora przez GPW. W naszej analizie pomijamy spółki z Listy Alertów, Strefy Niższej Płynności oraz spółki, których profil działalności w znacznym stopniu odbiega od analizowanego sektora.

Spółki zostały podzielone na dwie grupy spółek: Duże oraz Małe i Średnie. Jako kryterium podziału przyjęliśmy skalę działalności, tzn. wielkości osiąganych przychodów ze sprzedaży.

O miejscu danej spółki w końcowym rankingu decyduje średnia ważona zdobytych punktów z poszczególnych podrankingów.

PUNKTACJA:

Każdy ze wskaźników punktuje oddzielnie w dwóch grupach spółek w skali od 0 do 6 punktów.

Najpierw wyznaczamy średnią wartość danego wskaźnika, a następnie na tej podstawie przypisujemy punkty, kierując się następującymi kryteriami:

- 0 punktów otrzymuje wskaźnik, który ma wartość poniżej 1,5 odchylenia od średniej,
- 1 punkt otrzymuje wskaźnik, który mieści się w przedziale od 1,5 do 1 odchylenia poniżej średniej,
- 2 punkty otrzymuje wskaźnik, który mieści się w przedziale od 1 do 0,5 odchylenia poniżej średniej,
- 3 punkty otrzymuje wskaźnik, który mieści się w przedziale od +/- 0,5 odchylenia od średniej,
- 4 punkty otrzymuje wskaźnik, który mieści się w przedziale od 0,5 do 1 odchylenia powyżej średniej,
- 5 punktów otrzymuje wskaźnik, który mieści się w przedziale od 1 do 1,5 odchylenia powyżej średniej,
- 6 punktów otrzymuje wskaźnik, który mieści się w przedziale powyżej 1,5 odchylenia od średniej.

W uzasadnionych przypadkach możemy odstąpić od powyższych kryteriów.

W przypadku tzw. wskaźnika „Perspektywa rozwoju” poddana zostaje subiektywnej ocenie analityka perspektywa przyszłych wyników – oceniamy obecny portfel zamówień, dywersyfikację oraz skalę działalności.

Metodologia liczenia wskaźników

NS	(Net Sales) przychody netto
OP	(Operating Profit) zysk operacyjny
NP	(Net Profit) zysk netto
CR	(Current Ratio) wskaźnik bieżącej płynności = aktywa obrotowe / zobowiązania krótkoterminowe
DM	(Debt Margin) wskaźnik ogólnego zadłużenia = (zobowiązania długoterminowe + zobowiązania krótkoterminowe) / aktywa ogółem
ROS	(Return on Sales) rentowność netto ze sprzedaży = zysk netto ze sprzedaży / przychody netto ze sprzedaży; za ostatnie cztery kwartały
ROE	(Return on Equity) stopa zwrotu z kapitału własnego = zysku netto / kapitał własny na koniec okresu obrotowego
ROA	(Return on Assets) stopa zwrotu z aktywów; iloraz zysku netto i aktywów ogółem na koniec okresu obrotowego
Marża EBIT	(Operating Profit Margin) zysk operacyjny / przychody netto ze sprzedaży; za ostatnie cztery kwartały
Marża netto	(Net Profit Margin) zysk netto / przychody netto ze sprzedaży; za ostatnie cztery kwartały
P/E	(Price / Earnings) cena / zysk; iloraz rynkowej wartości spółki przez sumę jej zysków netto za ostatnie cztery kwartały
P/BV	(Price / Book Value) iloraz wartości rynkowej spółki i jej wartości księgowej
Dynamika (przychodów, EBIT, zysku netto)	zmiana wskaźnika w ostatnim kwartale w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego
Średnie obroty	Średni dzienny obrót w złotych za ostatni kwartał.



Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych

Analitycy:

Tomasz Binkiewicz Dyrektor wydziału	<u>T.Binkiewicz@bossa.pl</u>
Grzegorz Dobek Doradca inwestycyjny	<u>G.Dobek@bossa.pl</u>
Marek Rogalski Analityk	<u>M.Rogalski@bossa.pl</u>
Mariusz Solecki Analityk	<u>M.Solecki@bossa.pl</u>
Michał Pietrzyca Analityk techniczny	<u>M.Pietrzyca@bossa.pl</u>

ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
tel.: (0-prefix-22) 50 43 324
fax.: (0-prefix-22) 50 43 100