

Simple pod lupą

TOMASZ NAWROCKI, BARTŁOMIEJ JABŁOŃSKI

Rozpoczynamy cykl artykułów prezentujących analizy fundamentalne spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Pierwsza analiza dotyczy spółki Simple SA

Analiza fundamentalna zajmuje się ekonomicznymi uwarunkowaniami popytu i podaży na rynku akcji, które powodują wzrost, spadek lub stabilizację ich cen. Najpopularniejsze z tej klasy analiz są analiza sprawozdań finansowych oraz różnorodne metody wyceny akcji.

Analiza danych zawartych w sprawozdaniach finansowych jest najważniejszym narzędziem badawczym oceny działalności jednostki gospodarczej i najczęściej przeprowadzana jest w oparciu o trzy podstawowe metody: analizę pionową, analizę poziomą i analizę wskaźnikową.

Analiza pionowa sprowadza się najczęściej do ustalenia i oceny zmian struktury poszczególnych składników aktywów i pasywów w stosunku do ogólnej sumy bilansowej.

Analiza pozioma polega na ustaleniu i ocenie zmian określonych pozycji sprawozdań finansowych w stosunku do ich wielkości za poprzedni okres, a więc na ustaleniu ich tempa wzrostu.

Natomiast za pomocą analizy wskaźnikowej dokonuje się oceny relacji ekonomicznych, jakie zachodzą pomiędzy wzajemnie wiążącymi się pozycjami sprawozdań finansowych.

Innymi popularnymi narzędziami oceny atrakcyjności inwestycyjnej przedsiębiorstwa są metody wyceny jego wartości. Na potrzeby wyceny spółek notowanych na rynku kapitałowym najczęściej wykorzystywane są metody dochodowe, wśród których najbardziej popularnymi są: metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (Discounted Cash Flow - DCF) oraz metoda mnożnika cenowo-dochodowego.

Istota metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) tkwi w powiązaniu wartości przedsiębiorstwa w momencie wyceny z dochodami pieniężnymi, jakie będzie ono przynosić swym właścicielom w przyszłości. Klasyčną formułę wartości przedsiębiorstwa zgodnie z metodą DCF można przedstawić za pomocą następującego wzoru:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + RV,$$

gdzie:

W - wartość przedsiębiorstwa,
 CF_t - przewidywane przepływy pieniężne (strumień gotówki) w przedsiębiorstwie w okresie t,
 r - stopa dyskontowa,
 RV - wartość rezydualna (wartość przedsiębiorstwa po za okresem prognozy) obliczona według wzoru na war-

tość renty wieczystej i zdyskontowana na dzień wyceny - CF_n/r (1+r)ⁿ.

Z kolei w metodzie mnożnika cenowo-dochodowego podstawą wyceny wartości przedsiębiorstwa jest relacja ceny, jaką trzeba zapłacić za akcję danego przedsiębiorstwa, do zysków, jakie przypadają na tą akcję w okresie obrachunkowym (najczęściej rok). Znając przeciętną wartość tej relacji dla branży, do której zalicza się wyceniane przedsiębiorstwo, można oszacować jego wartość za pomocą następującego wzoru:

$$W = Z \cdot \left(\frac{C}{Z} \right)$$

gdzie:

W - wartość przedsiębiorstwa,

Z - zysk netto przedsiębiorstwa za ostatnie 4 kwartały,

$\left(\frac{C}{Z} \right)$ - wskaźnik cena/zysk dla branży.

Profil przedsiębiorstwa

Simple SA jest producentem i dostawcą rozwiązań wspomagających zarządzanie przedsiębiorstwami. Działalność podstawowa spółki obejmuje produkcję oprogramowania, usługi wdrożeniowe, integracyjne, instalacyjne, szkoleniowe, konsultacyjne, serwisowe, a także sprzedaż sprzętu komputerowego i sieciowego.

Podstawową pozycją w ofercie spółki jest system SIMPLE.ERP. Podstawowymi segmentami rynku, do których kierowana jest ta oferta, ze względu na dużą uniwersalność systemu, są średnie przedsiębiorstwa różnych branż, publiczne i niepubliczne zakłady opieki zdrowotnej, prywatne i państwowe uczelnie wyższe oraz jednostki naukowo-badawcze. Pod koniec 2007 roku spółka wprowadziła na rynek nową wersję systemu SIMPLE.ERP 5.0.

W dalszym ciągu kontynuowana jest także sprzedaż systemów starszych, opracowanych w technologii znakowej SIMPLE SYSTEM i SIMPLE BUSINESS. Są to pakiety oprogramowania, które spółka rozwijała w latach 1988-2003 i 1990-2003. Firma utrzymuje je cały czas w ofercie rynkowej poprzez dostosowanie ich do zmieniającego się prawa w ramach istniejącej funkcjonalności oraz modyfikuje je na indywidualne zlecenia klientów. Obecnie spółka prowadzi intensywne

działania mające na celu doprowadzenie do migracji wszystkich funkcjonujących pakietów SIMPLE SYSTEM i SIMPLE BUSINESS do SIMPLE.ERP.

Warto odnotować, że spółka prowadzi intensywne prace badawczo-rozwojowe w zakresie oprogramowania. Na początku 2008 roku powinna zakończyć prace nad nowym systemem SIMPLE.HRM, który będzie wspomagał zarządzanie zasobami ludzkim. Z kolei pod koniec 2008 roku oferta produktowa powinna poszerzyć się o system SIMPLE.SCM, który ma wspomagać zarządzanie łańcuchem dostaw w małych i średnich przedsiębiorstwach.

Z innych istotnych informacji o spółce należy zwrócić uwagę na zamiary połączenia z jednostką powiązaną Simple sp. z o.o. Na razie, mimo że zarządy obu spółek doszły do porozumienia odnośnie planu połączenia, to na Nadzwyczajnym Walnym Zgromadzeniu 30 listopada 2007 roku akcjonariusze Simple SA nie podjęli uchwały o połączeniu.

Sytuacja finansowa

W tabeli 1 przedstawiono podstawowe dane charakteryzujące rozwój Simple SA w latach 2006-2007.

Rozpoczynając ocenę sytuacji finansowej spółki od analizy pionowej bilansu (tabela 2) można powiedzieć, że Simple SA jest przedsiębiorstwem produkcyjno-usługowym charakteryzującym się znacznie większym udziałem aktywów trwałych aniżeli obrotowych w aktywach ogółem (jest to zwłaszcza widoczne w roku 2007). Z jednej strony sytuacja taka świadczy o niewielkiej elastyczności spółki, gdyż przewaga majątku trwałego powoduje zawiązanie długoterminowe kapitału. Natomiast z drugiej strony ważne jest także

to, co wchodzi w skład majątku trwałego. W przypadku Simple SA znaczący udział w majątku trwałym stanowią wartości niematerialne i prawne, co należy ocenić bardzo pozytywnie, biorąc pod uwagę, że ujmują one między innymi koszty zakończonych prac rozwojowych oraz wiedzę w postaci licencji i patentów. Świadczy to o rosnącej innowacyjności spółki, co ma bardzo istotne znaczenie jeśli chodzi o tak konkurencyjną branżę jaką jest branża informatyczna. Jeśli chodzi o analizę pionową pasywów to widać, że w Simple SA udział kapitałów własnych w pasywach ogółem jest większy niż kapitałów obcych. Sytuację taką należy ocenić pozytywnie z punktu widzenia bezpieczeństwa finansowego spółki. Dodatkowym potwierdzeniem prawidłowo prowadzonej polityki finansowej przez Simple SA jest fakt, że majątek trwały jest w pełni finansowany kapitałami stałymi (kapitał własny + kapitał obcy długoterminowy).

Wstępna analiza rachunku zysków i strat potwierdza produkcyjno-usługowy charakter działalności Simple SA - zdecydowana większość przychodów generowana jest ze sprzedaży własnych produktów. Warto zauważyć również, że podstawowa działalność operacyjna spółki jest bardzo dochodowa (relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży ogółem kształtuje się w 2006 roku na poziomie 38,83 proc., a w 2007 roku wzrasta do 58,37 proc.). Niestety, należy także zwrócić uwagę na trudności z utrzymaniem wysokiego poziomu zyskowności podstawowej działalności operacyjnej spółki. W 2006 roku z zysku brutto na sprzedaży w wysokości ok. 4,8 mln zł po odliczeniu kosztów ogólnego zarządu i kosztów sprzedaży powstaje strata na sprzedaży w wysokości 352 tys. zł. Z kolei w roku 2007 zysk brutto na sprzedaży w wysokości ok. 8 mln zł po odliczeniu wspomnianych kosztów topnieje do poziomu ok. 1,1 mln zł.

Tabela 1. Podstawowe dane z bilansu i rachunku wyników Simple S.A. w latach 2006-2007*

BILANS (tys. zł)	2006	2007*
Aktywa ogółem	10 753	10 693
Aktywa trwałe	6248	7716
- w tym: Wartości niematerialne i prawne	2481	3734
Aktywa obrotowe	4505	2977
Pasywa ogółem	10 753	10 693
Kapitał własny	6177	6240
Kapitał obcy długoterminowy	2760	3046
Kapitał obcy krótkoterminowy	1816	1407
RACHUNEK WYNIKÓW (tys. zł)	2006	2007*
Przychody netto ze sprzedaży ogółem	12 376	13 734
Przychody netto ze sprzedaży produktów	10 625	11 975
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	1751	1759
Zysk brutto na sprzedaży	4806	8016
Zysk na sprzedaży	-352	1098
Zysk operacyjny	-391	1047
Zysk netto	-430	711

* Dane za 2007 rok zostały przyjęte jako suma kwartałów I-IV

Źródło: Raporty roczne i kwartalne Simple S.A.

Pozytywnych informacji na temat rozwoju Simple SA w roku 2007 dostarcza analiza pozioma bilansu i rachunku wyników (tabela 3). Wszystkie podstawowe składniki majątkowe i kapitałowe w okresie 2006-2007 odnotowały wzrost, poprawiły się także wyniki działalności gospodarczej przedsiębiorstwa (wzrost przychodów o ponad 10 proc., zysku brutto na sprzedaży o 166 proc. oraz osiągnięcie zysków na poziomie operacyjnym i netto przy stratach wykazanych w roku 2006).

Należy także zauważyć, że rozwój Simple SA w okresie 2006-2007 jest zgodny z wzorcowym układem, który mówi, że tempo wzrostu zysku netto powinno być większe od tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży (świadczy to o wzroście rentowności), a tempo wzrostu przychodów ze sprzedaży powinno być większe od tempa wzrostu aktywów ogółem (świadczy to o wzroście efektywności wykorzystania majątku).

Potwierdzeniem pozytywnej oceny sytuacji finansowej w Simple SA, którą otrzymaliśmy na podstawie analizy pionowej i poziomej są wyniki uzyskane w toku analizy wskaźnikowej (tabela 4).

Na podstawie wyników analizy wskaźnikowej przedstawionych w tabeli 4 można zauważyć, że w stosunku do poprzedniego roku 2007 nastąpiła znacząca poprawa rentowności zarówno sprzedaży, jak też aktywów i kapitałów własnych, co pozytywnie świadczy o efektywności prowadzonej przez Simple SA działalności, jak i wykorzystywanych składników majątkowych. Spółka charakteryzuje się również pozytywną sytuacją w zakresie bezpieczeństwa finansowego - wskaźniki płynności oraz wskaźnik ogólnego zadłużenia są nawet wyższe niż w ogólnie przyjętych normach (w przypadku wskaźnika płynności bieżącej przedział uznawany za bezpieczny zawiera się między 1,2-2, w przypadku wskaźnika płynności szybkiej między 1-1,5, a w przypadku wskaźnika ogólnego zadłużenia między 0,57-0,67). Biorąc pod uwagę, że sprzedaż w spółce ma tendencję wzrostową, pozytywnie należy również odczytać wzrost wskaźnika rotacji kapitału obrotowego w dniach. Potwierdzeniem dobrej polityki finansowej Simple SA jest również krótki cykl konwersji gotówki, dzięki czemu środki pieniężne zainwestowane w aktywa obrotowe wracają do firmy szybko i mogą być ponownie wykorzystane.

Ogólnie rzecz biorąc, wyniki przeprowadzonej analizy sprawozdań finansowych wskazują na korzystną sytuację finansową Simple SA i na możliwości rozwojowe przedsiębiorstwa. Potwierdzeniem pozytywnych oczekiwań inwestorów względem rozwoju spółki Sim-

ple są wartości wskaźników rynkowych (C/Z i C/WK), które są wyższe niż średnia dla branży informatycznej (C/Z dla branży wynosi 31,34, a C/WK 3,44).

Wycena akcji

Na potrzeby przeprowadzenia wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych obliczyliśmy dla poszczególnych okresów prognozy wolne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej generowane przez przedsiębiorstwo:

$$FCF = Z_0 (1-t) + Am - \Delta KO - I$$

gdzie:

FCF - wolne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej,

Z₀ - zysk operacyjny,

t - stopa podatkowa dla przedsiębiorstw,

Am - amortyzacja,

ΔKO - zmiany kapitału obrotowego netto,

I - nakłady inwestycyjne na majątek trwały.

Na potrzeby prognozowanych wolnych przepływów pieniężnych założyliśmy zmiany zysku operacyjnego na poziomie 10 proc. rocznie, natomiast wartości amortyzacji, zmian kapitału obrotowego oraz nakładów inwestycyjnych przyjęliśmy na poziomie stałym uwzględniając dotychczasowe ich tendencje oraz plany rozwojowe spółki. Przepływ pieniężny w wartości rezydualnej obliczyliśmy jako przepływ z ostatniego okresu prognozy (FCFn) pomniejszony o 20 proc. Ponadto stopę dyskontową określiliśmy na poziomie 8 proc. Dla uzyskania

Tabela 2. Wyniki analizy pionowej bilansu spółki Simple SA dla lat 2006-2007

ANALIZA PIONOWA AKTYWÓW	2006	2007*
Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem	58,10%	72,20%
Udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem	41,90%	27,80%
ANALIZA PIONOWA PASYWÓW	2006	2007*
Udział kapitałów własnych w pasywach ogółem	57,40%	58,40%
Udział kapitałów obcych w pasywach ogółem	42,60%	41,60%

Źródło: obliczenia własne

Tabela 3. Wyniki analizy poziomej bilansu i rachunków wyników Simple SA dla lat 2006-2007

ANALIZA POZIOMA	2006	2007*
Tempo wzrostu aktywów ogółem	-	99,44%
Tempo wzrostu aktywów trwałych	-	123,50%
Tempo wzrostu kapitałów własnych	-	101,02%
Tempo wzrostu przychodów netto ze sprzedaży ogółem	-	110,97%
Tempo wzrostu przychodów netto ze sprzedaży produktów	-	112,71%
Tempo wzrostu zysku brutto na sprzedaży	-	166,79%
Tempo wzrostu zysku operacyjnego	-	-/+
Tempo wzrostu zysku netto	-	-/+

Źródło: obliczenia własne

wartości spółki Simple przypadającej na jej akcjonariuszy od otrzymanego wyniku odjęliśmy dług netto (kapitał obcy oprocentowany - środki pieniężne i ich ekwiwalenty).

Jeśli natomiast chodzi o założenia do wyceny metodą porównawczą, to zgodnie z dokonanymi wcześniej obliczeniami na dzień 12.02.2008 C/Z dla branży informatycznej wynosi 31,34.

Dane wejściowe do wyceny w postaci nadwyżki finansowej wygenerowanej przez spółkę Simple w 2007 roku, obliczenia przepływów w poszczególnych okresach prognozy (FCFt), ich wartości zdyskontowanych (DFCFt) wraz z obliczoną wartością rezydualną oraz końcowym wynikiem wyceny w oparciu o model DCF przedstawia tabela 5.

Biorąc pod uwagę otrzymany wynik wyceny w oparciu o model DCF oraz fakt, że na dzień dokonania wyceny 1 akcję spółki Simple

na GPW w Warszawie można kupić za 14,39 zł, akcje spółki należy uznać za przewartościowane.

Ocenę taką potwierdza również wycena dokonana za pomocą drugiej metody - mnożnika cenowo-dochodowego, na podstawie której jedna akcja spółki Simple warta jest 11,12 zł. ●

Tomasz Nawrocki jest asystentem w katedrze ekonomii i finansów na Wydziale Organizacji i Zarządzania Politechniki Śląskiej w Gliwicach.

Bartłomiej Jabłoński jest w trakcie pisania pracy doktorskiej na Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach oraz wiceprezesem FINANSE Kancelaria Usług Gospodarczych i Finansowych sp. z o.o.

Prezentowane analizy stanowią wyraz poglądów autorów i nie mogą być traktowane jako rekomendacja czy zalecenie podjęcia określonych działań inwestycyjnych

Tabela 4. Wyniki analizy wskaźnikowej dla Simple S.A. w latach 2006-2007

ANALIZA WSKAŹNIKOWA	2006	2007*
Rentowność sprzedaży	-3,47%	5,18%
Rentowność aktywów	-4,00%	6,65%
Rentowność kapitału własnego	-6,96%	11,39%
Płynność bieżąca	2,48	2,12
Płynność szybka	2,46	2,08
Rotacja kapitału obrotowego w dniach	30,94	55,82
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,43	0,42
Cykl konwersji gotówki	-8,94	16,62
Zysk na jedną akcję	-0,22	0,36
C/Z	-	41,29

Źródło: obliczenia własne

Tabela 5. Wycena akcji Simple S.A. metodą DCF

Wartości w tys. zł	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	RV
Zysk operacyjny	1 151,7	1 266,9	1 393,6	1 532,9	1 686,2	1 686,2
Zysk operacyjny po opodatkowaniu	932,9	1 026,2	1 128,8	1 241,7	1 365,8	1 365,8
Amortyzacja	1 878,0	1 878,0	1 878,0	1 878,0	1 878,0	1 878,0
Zmiany kapitału obrotowego	500,0	500,0	500,0	500,0	500,0	500,0
Nakłady inwestycyjne	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
FCF	2 210,9	2 304,2	2 406,8	2 519,7	2 643,8	2 643,8
Stopa dyskonta	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Wycena w okresach	2 047,1	1 975,4	1 910,6	1 852,0	1 799,3	16 660,6
Wartość wyceny	26 245,1					
Dług (kapitał obcy oprocentowany)	3 246,0					
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	27,0					
Dług netto	3 219,0					
Wartość wyceny-dług netto	23 026,1					
Liczba akcji	2 003,9					
Wycena akcji DCF	11,5					

Źródło: obliczenia własne