

Macrologic Ticker: **MCL** **Kupuj**
 sektor / branża: Informatyka ISIN: **PLMCSFT00018** **48.8 zł**

Profil spółki
 Macrologic S.A. jest producentem oprogramowania wspomagającego zarządzanie przedsiębiorstwem oraz rozwiązań związanych z zarządzaniem informacją, świadczy również usługi doradcze w zakresie oprogramowania. Swoją ofertę kieruje przede wszystkim do sektora średnich przedsiębiorstw. Głównym produktem spółki jest system Xpertis.

Dane podstawowe

Kurs (1/09/09)	32.58
Wycena DCF (zł)	55.1
Wycena dywidendowa (zł)	30.8
Wycena porównawcza (zł)	60.7
Liczba akcji (tys.)	1 889
Kapitalizacja (mln zł)	61.5
EV (mln zł)	63.2

Notowania **MCL**

max cena 52 tygodnie (zł)	37.38
min cena 52 tygodnie (zł)	12.65
Średni dzienny wolumen obrotów 3M (tys.)	1.285

Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
Bogdan Michalak	32.25%	32.25%
Włodzimierz Napiórkowski	19.66%	19.66%
Aviva Investors Poland S.A.	5.71%	5.71%
Krzysztof Szczypa	5.56%	5.56%
Krystyna Napiórkowska	5.31%	5.31%
Pozostali	31.51%	31.51%



Analitycy:
Sebastian Jasinowski
Tomasz Dumala
 tel. (0-22) 329 43 40
 e-mail: tomasz.dumala@bgz.pl

Pierwsze półrocze 2009 r., wyniki finansowe oraz prespektywy

Wyniki za pierwsze półrocze 2009 wyróżniają się pozytywnie na tle branży. Skonsolidowany zysk netto na poziomie 4,3 mln zł był o 1,3 mln, czyli 106% wyższy niż po pierwszym kwartale, o 2,2 mln zł większy niż po analogicznym okresie roku poprzedniego i potwierdził, że Spółka rozwijała się nienależnie od nienajlepszej sytuacji makroekonomicznej w pierwszym półroczu 2009 roku. Kryzys odwoziliśmy, co prawda kadry zarządzające średnich przedsiębiorstw od decyzji o wydatkowaniu środków na kosztowne inwestycje w sprzęt oraz infrastrukturę IT, ale też skłania je do poszukiwania oszczędności i cięcia kosztów, w tym natomiast, najlepiej pomagają moduły oprogramowania dostarczanego m. in. przez Macrologic. W prognozie przewidujemy, że Spółka więcej niż podwoi ten wynik na koniec roku 2009. Spodziewamy się, że przedsiębiorstwa w obliczu dobrych danych spływających z gospodarki oraz coraz lepszych nastrojów odnośnie koniunktury poczynią w przyszłych okresach spore inwestycje w produkty Spółki. Wyniki za IV kwartał, który zwykle przynosi około 35% obrotów rocznych mogą znów okazać się rekordowe.

Podwyższanie efektywności i controlling

Zarząd Spółki wdrożył w styczniu 2009 roku autorski system informatyczny, który ma za zadanie podwyższyć efektywność oraz zwiększyć przychody z działalności usługowej w nowej połączonej jednostce. Prócz tego, wprowadzono nowe stawki usługowe, zainicjowano działalność konsultingową oraz zaimplementowano zasady zarządzania projektami usługowymi, które to biorą pod uwagę zarówno realizację zadań o coraz wyższej wartości jak i oddziałową strukturę Spółki.

Od 2008 roku Spółka wdraża również autorski kompleksowy system informacyjny mający na celu podtrzymanie stałego wzrostu wewnętrznego oraz poprawienie wyników we wszystkich grupach przychodowych. Dzięki przeprowadzonym usprawnieniom możliwe jest bieżące kontrolowanie efektywności pracy w poszczególnych zespołach, identyfikacja tych zasobów, które w danym czasie mają wolne moce przerobowe oraz zatrudnienie ich do oczekujących zadań. Zespoły o ustawicznie obniżonej efektywności spotykają się ze wsparciem technicznym, szkoleniowym oraz są motywowane do wdrożenia określonych przez Spółkę standardów w obrębie racjonalizacji kosztów prowadzonej działalności.

Wycena

W rezultacie przyjęcia przez nas szeregu założeń oraz prognoz w wycenie DCF ustaliliśmy cenę jednej akcji Macrologic na poziomie 55,09 zł. Metoda porównawcza wskazała na wartość jednej akcji w wysokości 60,72 zł. Dodatkowo ustaliliśmy wartość akcji na podstawie metody dywidendowej, która wyniosła 30,78 zł. Cenę docelową ustalamy jako średnią arytmetyczną powyższych wycen.

Wchłonięcie przez Spółkę podmiotów wcześniej od niej zależnych pozwala oczekiwać, że po okresie integracji i optymalizacji oraz podwyższania efektywności działalności, który zaczął się w styczniu 2009, wyniki ulegną istotnemu poprawieniu w stosunku do obecnych, rekordowych w historii Spółki. Sprzedażowe efekty tego procesu będzie można obserwować od czwartego kwartału bieżącego lub pierwszego kwartału kolejnego roku. Mając na uwadze oczekiwany wzrost wyników w kolejnych latach, obecna cena akcji Spółki wydaje się być atrakcyjna. W związku z tym zdecydowaliśmy się ustalić cenę docelową dla Macrologic na poziomie 48,8 zł i wystawić rekomendację KUPUJ dla akcji tej Spółki.

mln zł	2007	2008	I H 2009	2009P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	43.1	51.4	27.0	59.3	67.1	74.7
zmiana r/r (%)	12.3%	19.4%	16.0%	15.2%	13.3%	11.2%
EBITDA	11.4	11.5	7.5	15.1	17.5	18.8
EBIT	8.1	7.3	5.4	10.9	12.3	12.7
marża EBIT (%)	18.8%	14.1%	19.9%	18.4%	18.3%	17.0%
Zysk netto*	6.0	5.7	4.2	8.5	9.5	9.8
marża netto (%)	13.8%	11.1%	16.0%	14.3%	14.2%	13.2%
EPS (zł)	3.16	3.03	2.22	4.48	5.15	5.31
DPS (zł)	0.00	1.02	-	2.15	2.97	3.35
P / E	10.33	10.76	14.65	7.27	6.45	6.28
EV / EBITDA	5.57	5.51	8.42	4.18	3.62	3.36

Zródło: Sprawozdania Spółki, BM BGZ, * Zysk netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej.

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (DCF);
- metody porównawczej;
- metody dywidendowej.

Wycena DCF bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych w przyszłości. Metoda porównawcza przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy rynkowy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do podobnych podmiotów z branży. Metoda dywidendowa wycenia spółkę na podstawie prognozowanych wypłacanych w przyszłości dywidend.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF otrzymano wartość kapitałów własnych na poziomie **104,0 mln zł**, co implikuje wartość jednej akcji równą **55,09 zł**. Do sporządzenia wyceny przyjęto szereg założeń, z których najważniejsze przedstawiono poniżej:

- prognoza przychodów uwzględnia zakładane przez zarząd plany poprawy efektywności pracy, optymalizacji wykorzystania zasobów ludzkich oraz reorganizacji oddziałów spółki, przekształconych ze spółek zależnych. Prognozujemy dynamikę przychodów w 2009 roku na poziomie 15,2% w kolejnych latach będzie podlegać ona tendencji spadkowej, by w ostatnich 5 latach prognozy ustabilizować się na poziomie około 3,2%. Na 2009 rok zakładamy marżę netto na poziomie 14,8% następnie jej stopniowe obniżanie się i stabilizację w okolicach 12,5%;
- współczynnik beta dla sektora IT przyjęliśmy na poziomie 1,1, wyższy współczynnik beta dla Spółki na poziomie 1,2 mimo jedynie krótkoterminowego zadłużenia, które stanowi niewielki procent kapitałów własnych, tłumaczymy ryzykiem związanym ze stosunkowo niewielką sumą bilansową oraz niską płynnością;
- założyliśmy wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy w wysokości 1,5% w skali roku;
- koszt kapitału obcego na stałym poziomie dla całego okresu prognozy (6,5%);
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany Spółki oraz wartość nakładów odtworzeniowych, nakłady inwestycyjne w WNiP ujęte jako koszty prac rozwojowych przyjęliśmy się na poziomie 2,75 mln zł w 2009 roku z 2% r/r stopą wzrostu w okresie prognozy, nakłady inwestycyjne w rzeczowe aktywa trwałe (RAT) oraz środki transportu założono na poziomie 2,5 mln zł, co 3 lata, inwestycje odtworzeniowe przyjęto na poziomie 0,25 mln zł w skali roku;
- wzrost wynagrodzeń w kolejnych latach oparty jest o plany Spółki i przyjęty na poziomie około 10% w skali roku;
- wzrost zatrudnienia jest również uzależniony od planów rozwojowych Spółki i przyjęty na poziomie 6 etatów rocznie;
- w prognozie zakładamy wypłatę dywidendy przez Spółkę w wysokości 65% wypracowanego zysku netto;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności będą zachowywać się zgodnie z dotychczasową tendencją;
- nie zakłada się emisji nowych akcji, w prognozie nie uwzględnia się transakcji jednorazowych;
- stopę wolną od ryzyka określono na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 6,18%, premię za ryzyko rynkowe przyjęto na poziomie 5,5%;
- w prognozie zakłada się jedynie rozwój organiczny nie uwzględniając możliwych akwizycji;

- przyjęto, stały poziom kredytów krótkoterminowych w okresie prognozy (na koniec I kw. 2009 kredyty wynosiły 1.3 mln zł) oraz brak zaciągania przez Spółkę kredytów i pożyczek długoterminowych;
- cena akcji została wyliczona na dzień 1.09.2009.

Tabela 1. Model wyceny DCF

(mln PLN)	2009P	IIH 2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	59.3	32.3	67.1	74.6	81.4	87.1	91.5	94.4	97.5	100.6	103.9
EBIT	10.9	5.4	12.3	12.7	14.1	14.1	14.3	14.3	14.9	15.3	15.9
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	8.8	4.5	10.0	10.3	11.4	11.5	11.6	11.6	12.0	12.4	12.9
Amortyzacja	4.2	2.2	5.2	6.1	4.7	4.7	4.6	4.9	4.1	4.1	4.1
CAPEX	5.3	2.7	3.1	3.1	5.4	3.2	3.3	5.6	3.4	3.5	4.1
Zmiana stanu KON	0.1	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
FCFF	7.7	3.8	11.6	12.9	10.3	12.7	12.7	10.8	12.7	12.9	13.3
Stopa wolna od ryzyka	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
Premia rynkowa	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt kapitału własnego	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
Koszt długu	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Koszt długu po opodatkowaniu	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
% wartości rynkowej kapitału własnego	97.5%	97.5%	97.5%	97.6%	97.5%	97.5%	97.5%	97.5%	97.5%	97.5%	97.5%
% długu	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
WACC	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
Suma DFCFF		63.0									
Wartość rezydualna (TV)		121.7									
Zdyskontowana TV		39.4									
Wartość działalności operacyjnej (EV)		102.4									
Dług netto		-1.6									
Wartość kapitału własnego		104.0									
Liczba akcji (mln szt.)		1.89									
Wartość 1 akcji (1.09.2009)		55.09 zł									

Źródło: BM BGZ S.A.

P - prognozy BM BGZ

Tabela 2. Analiza wrażliwości wyceny DCF względem stopy wzrostu FCFF oraz WACC

		Zmiana rezydualnej stopy wzrostu FCFF w pp.							
		-1,50%	-1%	-0,50%	0%	0,50%	1,00%	1,50%	
Zmiana	-1,50%	59,71	60,94	62,28	63,77	65,42	67,26	69,33	
	-1%	57,04	58,11	59,29	60,59	62,02	63,60	65,38	
WACC	-0,50%	54,58	55,53	56,57	57,71	58,95	60,33	61,86	
	0%	52,33	53,17	54,09	55,09	56,18	57,38	58,70	
w pp.	0,50%	50,25	51,00	51,81	52,70	53,66	54,71	55,86	
	1%	48,33	49,00	49,72	50,50	51,35	52,28	53,29	
	1,50%	46,55	47,15	47,79	48,49	49,24	50,06	50,95	

Źródło: BM BGZ.

Tabela 3. Analiza wrażliwości wyceny DCF względem stopy wzrostu FCFF oraz wsp. Beta

		Zmiana rezydualnej stopy wzrostu FCFF w pp.							
		-1,50%	-1%	-0,50%	0%	0,50%	1,00%	1,50%	
Zmiana	-0,3	60,32	61,58	62,97	64,50	66,21	68,11	70,25	
	-0,2	57,41	58,50	59,71	61,03	62,49	64,11	65,92	
wsp. Beta	-0,1	54,75	55,71	56,76	57,90	59,16	60,55	62,10	
	0,0	52,33	53,17	54,09	55,09	56,18	57,38	58,70	
(w jedn.)	0,1	50,11	50,85	51,66	52,53	53,48	54,52	55,67	
	0,2	48,07	48,72	49,43	50,20	51,03	51,94	52,94	
	0,3	46,18	46,76	47,39	48,07	48,80	49,60	50,47	

Źródło: BM BGZ.

Powyżej zamieszczono analizę wrażliwości wyceny, która to uzależnia daną wynikową, czyli wycenę od danych wejściowych, czyli stopy rezydualnej wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy (g) i średnio ważonego kosztu kapitału (WACC) oraz analizę uzależnioną od stopy wzrostu (g) oraz współczynnika

Beta. Tabela 1. wskazuje na znaczną wrażliwość wyceny względem określonych parametrów. Wzrost/spadek średnio ważonego kosztu kapitału o 0,5 p.p., ceteris paribus, powoduje spadek/wzrost wyceny 1 akcji Spółki o wartość odpowiednio **2,39 zł** i **2,62 zł**. Natomiast wzrost/spadek stopy (g) po okresie prognozy o 0,5 p.p., ceteris paribus, powoduje wzrost/spadek wyceny 1 akcji o wartość odpowiednio **1,09 zł** i **1 zł**. Druga tabela uwzględni oprócz stopy wzrostu FCFF również możliwą zmianę współczynnika Beta. Wzrost/spadek jego wartości o 0,1 powoduje spadek/wzrost wyceny 1 akcji Spółki o wartość odpowiednio **2,56 zł** i **2,81 zł**.

Wycena porównawcza

Wartość Spółki szacowano na podstawie wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku Spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto Spółki do zysku przed kosztami, przychodami finansowymi i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto Spółki do zysku przed kosztami, przychodami finansowymi i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację).

Do wyceny porównawczej wykorzystano wskaźniki dla spółek działających w tym samym sektorze, o podobnym profilu i charakterystyce, co Macrologic. Zarówno Asseco Slovakia, Asseco Business Solutions, Comarch i Sygnity zajmują się oferowaniem oprogramowania, świadczeniem usług w zakresie doradztwa informatycznego oraz rozwiązań systemowych wspomagających działalność operacyjną w przedsiębiorstwach, organizacjach oraz sektorze publicznym. Jeżeli chodzi o średnią wielkość przychodów oraz aktywów to Macrologic jest zdecydowanie najmniejszą spółką wśród porównywanych. Niemniej spółki takie jak Comarch, czy Sygnity w swoich strukturach posiadają wydzielone jednostki organizacyjnie będące bezpośrednimi konkurentami dla Grupy Macrologic S.A. Asseco Business Solutions i Asseco Slovakia są natomiast spółkami bezpośrednio porównywalnymi o większych przychodach i aktywach. Wycena została oparta o wyniki ubiegłego roku oraz consensus rynkowy na bieżący i przyszły rok obrotowy.

Tabela 4. Model wyceny porównawczej

	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P
Comarch	6,9	8,0	5,8	9,9	14,2	11,2	2,9	25,5	14,3
Asseco Business Solutions	5,7	7,2	6,7	7,7	10,8	10,2	11,1	14,9	13,5
Asseco Slovakia	6,0	6,9	5,6	8,1	10,0	9,2	8,4	11,4	10,6
Sygnity	3,1	3,4	3,4	15,4	10,9	9,8	-	21,5	13,1
Mediana	5,8	7,1	5,7	9,0	10,9	10,0	8,4	18,2	13,3
Macrologic S.A.									
wskaźniki	5,2	3,9	3,4	8,1	5,4	4,8	11,4	7,7	6,8
Wartość kapitałów własnych (mln zł)	75,5	115,2	108,2	74,2	127,1	131,2	50,1	160,1	132,2
Implikowana cena 1 akcji Macrologic (w zł)	39,99	61,01	57,27	39,29	67,28	69,44	26,51	84,76	69,99
wagi dla okresów	0,25	0,50	0,25	0,25	0,50	0,25	0,25	0,50	0,25
wagi dla wskaźników		1/3			1/3			1/3	
Wycena 1 akcji	60,72 zł								

Źródło: BM BGZ S.A.

P - prognoza BM BGZ

Mnożniki otrzymały jednakowe wagi. Rok 2008 i prognoza na 2010 zostały zważone po 25% natomiast prognoza na 2009 po 50%. Zgodnie z zastosowaną metodologią, mnożnik **P/E** wskazuje na wycenę akcji Macrologic w przedziale od **26,51 zł** do **69,99 zł**, wskaźnik **EV/EBIT** sugeruje wycenę z przedziału **39,29 zł** – **69,44 zł**, natomiast według wskaźnika **EV/EBITDA** wycena powinna kształtować się na poziomie od **39,99 zł** do **57,27 zł**. Podsumowując, sporządzona wycena porównawcza implikuje wartość spółki na poziomie **114,6 mln zł**, czyli **60,72 zł** za akcję.

Wycena dywidendowa

W roku 2009 Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Macrologic S.A. zdecydowało o wypłacie około 66% zysku netto, czyli 2,15 zł na akcję w postaci dywidendy. W obliczu rekordowych wyników za pierwszy kwartał oraz półrocze 2009 roku oraz dobrych prognoz na cały 2009 rok i zapewnień rady nadzorczej reprezentującej interesy większościowych akcjonariuszy o ciągłym wypłacaniu dywidendy, można spodziewać się również wysokich przepływów z tytułu posiadania akcji w przyszłości. Biorąc pod uwagę powyższe spostrzeżenia ocenia się regularnie wypłacaną dywidendę jako istotny czynnik kształtujący wartość akcji tegoż przedsiębiorstwa. W celu ujęcia tego w wycenie Spółki, zdecydowano się również na podejście dywidendowe. Dyskontując kolejne przepływy dla akcjonariuszy otrzymano wartość jednej akcji na poziomie **30,78 zł**.

Tabela 5. Model wyceny dywidendowej

(PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Dywidenda na akcję	3,03	3,41	3,52	3,93	3,95	4,01	4,01	4,16	4,28	4,46
Mnożnik dyskonta	0,84	0,74	0,66	0,58	0,52	0,46	0,41	0,36	0,32	0,28
Wartość bieżąca	2,54	2,54	2,32	2,30	2,05	1,84	1,64	1,50	1,37	1,27
Suma bieżących wartości wypłat	19,37									
Wartość rezydualna (TV)	40,14									
Zdyskontowana TV	11,41									
Wartość 1 akcji	30,78 zł									

Źródło: BM BGZ.

P - prognoza BM BGZ

Podsumowanie wyceny

W celu ostatecznej wyceny akcji spółki Macrologic postanowiliśmy nadać wszystkim trzem podejściom wycenowym równe wagi. Zgodnie z w ten sposób sporządzoną wyceną jedna akcja spółki Macrologic wyceniana jest na poziomie **48,86 zł**, około 36,9% powyżej aktualnych notowań, w związku z tym zdecydowaliśmy się wydać rekomendację **kupuj** dla akcji spółki Macrologic.

Tabela 6. Posumowanie wyceny

Metody:	cena 1 akcji	waga
DCF	55.09 zł	1/3
porównawcza	60.72 zł	1/3
dywidendowa	30.78 zł	1/3
MACROLOGIC S.A.		
cena 1 akcji w PLN	48.86 zł	
obecna cena akcji	32.58 zł	

Źródło: BM BGZ.

Charakterystyka Spółki

Wyniki finansowe

Wyniki za pierwsze półrocze 2009 są zgodne z naszymi przewidywaniami i uwzględnione w prognozie na najbliższe lata. Wzrost przychodów o 16% do 27 mln zł oraz skonsolidowany zysk netto na poziomie 4,3 mln zł o 2,2 mln zł, czyli 106% większy, niż po analogicznym okresie roku poprzedniego potwierdza, że Macrologic rozwijał się nienależnie od nienajlepszej sytuacji makroekonomicznej w pierwszym półroczu 2009 roku. Zysk operacyjny za pierwsze półrocze wyniósł 5,4 mln zł i ukształtował się na poziomie 89% wyższym niż w ubiegłym roku. Wartość EBITDA była o 55% wyższa niż przed rokiem i wyniosła 7,5 mln zł. Zyski zarówno na

poziomie operacyjnym jak i netto ustanowiły nowe szczyty w historii Macrologic. W obrębie marż zauważyć można również pokaźne wzrosty. Marża netto wyniosła 16% i zwiększyła się o 74% w stosunku do roku ubiegłego.

Tabela 8. Wybrane dane bilansowe Grupy, prognoza na 2009

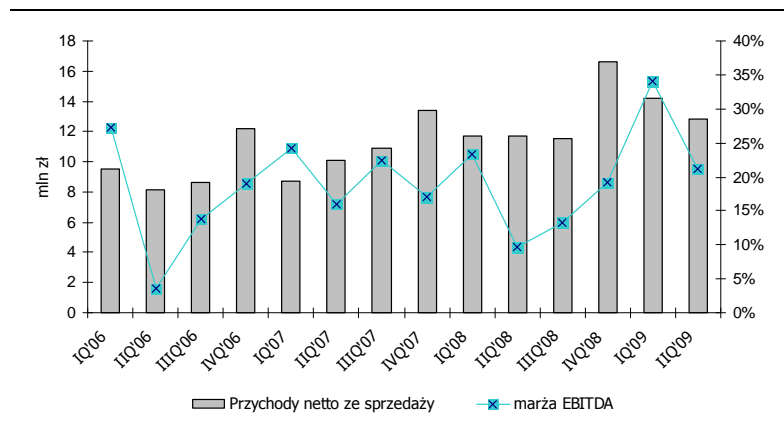
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P
Suma bilansowa	24,7	29,1	33,1	40,7
Aktywa trwałe	13,6	18,7	20,3	21,3
Aktywa obrotowe	11,1	10,3	12,8	19,4
Zapasy	0,4	0,3	0,3	0,3
Należności krótkoterminowe	6,7	6,9	8,1	8,6
Gotówka	3,4	2,9	4,2	10,2
Kapitał własny	18,6	19,7	22,8	29,8
Zobowiązania ogółem	6,1	9,3	10,3	10,9
Zobowiązania długoterminowe	0,7	0,9	0,6	0,5
Zobowiązania finansowe długoterminowe	0,4	0,6	0,2	0,2
Zobowiązania krótkoterminowe	5,5	8,5	9,7	10,4
Zobowiązania finansowe krótkoterminowe	0,23	2,64	1,55	1,49

Źródło: sprawozdania spółki, BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

Pierwszy kwartał 2009 roku należał do wyjątkowo udanych nie tylko na tle makroekonomicznej sytuacji, ale także w odniesieniu do historycznych wyników grupy. Dane te okazały się rekordowe w całym okresie funkcjonowania grupy Macrologic. Przychody netto Grupy wyniosły 14 190 tys. zł wobec 11 691 tys. po analogicznym okresie 2008 roku (wzrost o 21,4%). Zysk operacyjny ukształtował się na poziomie 3 803 tys. zł wobec 1 716 tys. zł po pierwszym kwartale 2008. (wzrost o 122%). Marża operacyjna za IQ '09 wyniosła 26,8%, wobec 14,7% za IQ '08, co oznacza wzrost o 82,3%. Zysk netto ukształtował się na poziomie 3 073 tys. zł, wobec 1 308 tys. zł po pierwszym kwartale 2008. (wzrost o 135%). Marża netto za IQ '09 wyniosła 21,6% wobec 11,2% za IQ '08, co oznacza wzrost o 92%. Zarząd zapowiadał równie dobre wyniki za pierwsze półrocze oraz 15%-owy wzrost przychodów i 10-15% marżę netto na koniec 2009 roku.

Rysunek 1. Przychody netto ze sprzedaży oraz marża EBITDA



Źródło: Sprawozdania Spółki, BM BGZ.

Kryzys odwodzi, co prawda kadry zarządzające średnich przedsiębiorstw od decyzji o wydatkowaniu środków na kosztowne inwestycje w sprzęt oraz infrastrukturę IT, ale też skłania je do poszukiwania oszczędności i cięcia kosztów, w tym natomiast najlepiej pomagają moduły oprogramowania dostarczanego m. in. przez Spółkę. W prognozie przewidujemy, że Macrologic więcej niż podwoi ten wynik na koniec roku 2009. Spodziewamy się, że przedsiębiorstwa w obliczu dobrych danych wpływających z gospodarki oraz coraz lepszych nastrojów odnośnie koniunktury poczynią spore inwestycje w IV kwartale 2009, który zwykle przynosi około 35% obrotów rocznych. Kolejny rok 2010 również napawa optymizmem, Macrologic pozyskał w sierpniu dotację do organizowanych szkoleń w wysokości 3,9 mln zł oraz oczekuje na rozpatrzenie wniosku związanego z inwestycjami w rozwój oprogramowania na kwotę 6 mln zł w trzecim kwartale 2009. Środki te, co prawda nie przyniosą Spółce zysku, ale przełożą się zdaniem Zarządu w sposób znaczący na pozyskiwanie nowych klientów. Spółka rozwija się coraz mocniej usługi doradcze. Zdaniem Zarządu w obliczu silnej konkurencji przewagę wytworzyć można poprzez świadczenie profesjonalnych usług konsultingowych związanych nie tylko z oprogramowaniem.

W kształtowaniu się przychodów netto w rozkładzie rocznym występuje sezonowość. Pierwszy kwartał generuje zwykle około 25% wartości ogółem, dwa kolejne od 20% do 25%, czwarty jest zwykle najowocniejszy, z 25% do 35% rocznej sprzedaży. Na powyższym wykresie widać, że przychody netto nacechowane są od kilku lat tendencją wzrostową.

Tabela 7. Wybrane dane finansowe Grupy, prognoza na 2009

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P
Przychody ogółem	38,4	43,1	51,4	59,3
zmiana r/r	17,9%	12,3%	19,4%	15,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	17,9	20,5	23,2	27,4
marża brutto na sprzedaży	46,6%	47,5%	45,1%	46,1%
EBIT	5,7	8,1	7,3	10,9
marża operacyjna	14,8%	18,8%	14,1%	18,4%
EBITDA	8,6	11,4	11,5	15,1
Zysk brutto	5,5	8,1	7,3	10,9
Zysk netto	4,44	5,96	5,72	8,46
marża netto	11,6%	13,8%	11,1%	14,3%
Dług/Kapitał własny	0,03	0,17	0,08	0,06
Dług/EBITDA	0,07	0,29	0,16	0,11
EBIT/Odsetki	104,91	152,60	51,62	145,06
Przepływy z działalności operacyjnej	7,7	9,4	11,1	12,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-5,1	-7,5	-5,2	-5,3
Przepływy z działalności finansowej	-3,2	-2,6	-4,6	-1,6
Przepływy netto	-0,6	-0,6	1,2	6,0

Źródło: sprawozdania spółki, BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

Marża EDITDA w tym samym okresie była bardzo zmienna. Ma to związek z sezonową zmiennością wyniku EBIT, która wynika z kolei z sezonowości przychodów.

O czym już wspomniano, przychody ze sprzedaży zwiększają się z roku na rok. Od kilku lat Grupa zachowuje stabilną marżę brutto na sprzedaży. Zysk brutto kształtował się na podobnym poziomie do wyniku EBIT ze względu na niewielkie zadłużenie, a co za tym idzie niskie koszty odsetkowe. Marża netto oscylowała dotychczas pomiędzy 10-15%.

Dla czytelniejszego spojrzenia na wyniki z lat ubiegłych warto dodać, że w lutym 2007 roku mieliśmy do czynienia z efektem fuzji, który spowodował, że wynik za 2007 rok nie obejmował przychodów spółek zależnych konsolidowanych na dzień zamknięcia ksiąg, różnica ta wynosiła około 1,5 mln zł.

Na rok 2009 prognozujemy marżę zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej na poziomie 14,3%. Niewielki udział długu w całości finansowania przekłada się na bardzo niskie wskaźniki długu do kapitału własnego i długu do EBITDA oraz bardzo wysoki wskaźnik pokrycia odsetek EBITem.

Stale zwiększa się suma bilansowa Grupy. Głównie ze względu na dobrych wyniki finansowe powiększające kapitał zapasowy w pasywach, które następnie w formie zysku zatrzymanego wchodzi w pozycję środków pieniężnych w aktywach obrotowych oraz finansują inwestycje w WNIIP oraz RAT w aktywach trwałych. Grupa nie produkuje towarów, czy materiałów na skład, dlatego też pozycja zapasów jest niewielka i mało istotna w całości sumy bilansowej.

Należności krótkoterminowe stanowią istotny czynnik aktywów obrotowych. Cykl ich rotacji utrzymuje się na bezpiecznym poziomie i wynosi około 52 dni. Taką też rotację z lekko zwykłym trendem prognozujemy na najbliższe lata. Podstawową pozycję pasywów prócz kapitału własnego stanowią zobowiązania krótkoterminowe. Cykl ich rotacji wynosi około 30 dni i odpowiada należytemu wykonywaniu umów z kontrahentami Grupy.

Tabela 9. Wybrane pozycje grupy Macrologic narastająco po IH '09

(mln PLN)	IH '09	IH '08	zmiana r/r	IIQ '09 (szacunek)	IIQ '08	zmiana r/r	IQ '09	IQ '08	zmiana r/r
Przychody	27.0	23.4	16%	12.8	11.6	10%	14.2	11.7	21%
Zysk operacyjny	5.4	2.8	89%	1.6	1.1	45%	3.8	1.7	122%
Zysk netto	4.3	2.1	106%	1.2	0.8	50%	3.1	1.3	135%
Amortyzacja	2.1	2.0	6%	1.1	0.0	-	1.0	1.0	0%
EBITDA	7.5	4.8	55%	2.7	1.1	145%	4.8	2.7	78%
Marża EBITDA	27.7%	20.7%	34%	21.1%	9.5%	122%	33.8%	23.1%	46%
Marża operacyjna	19.9%	12.1%	64%	12.5%	9.5%	32%	26.8%	14.5%	82%
Marża netto	16.0%	9.0%	78%	9.4%	6.9%	36%	21.8%	11.1%	92%
Aktywa	31.8	28.7	11%	32.1	28.7	12%	33.3	28.7	16%
Kapitał własny	24.1	19.6	23%	24.3	18.9	29%	24.8	20.6	20%

Źródło: sprawozdania spółki, BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

Główne koszty Grupy Macrologic stanowią wynagrodzenia. Kadra niezbędna do wdrażania, czy rozwoju specjalistycznego oprogramowania musi być doskonale wykształcona oraz doświadczona. Czas potrzebny do wyszkolenia zarówno osoby modyfikującej rozwiązania IT, jak i tej tworzącej pakiet Xpertis i jego warstwę systemową to odpowiednio 2 i nawet 4 lata.

Tabela 10. Koszty rodzajowe Macrologic S.A. w latach 2006-2009 i prognoza na 2009

	2006	udział (w %)	2007	udział (w %)	2008	udział (w %)	IH 2009	udział (w %)	2009P	udział (w %)
1. Amortyzacja	2 952	9%	3 264	9%	4 194	9%	2 053	8%	4 194	9%
2. Zużycie materiałów i energii	2 088	6%	2 173	6%	2 700	6%	1 229	5%	2 964	6%
3. Usługi obce	5 441	16%	5 399	14%	7 550	17%	3 256	13%	7 410	15%
4. Podatki i opłaty	248	1%	278	1%	207	0%	76	0%	237	0%
5. Wynagrodzenia	15 787	45%	17 359	47%	20 620	45%	13 088	51%	22 682	47%
6. Ubezpieczenia społeczne	3 302	10%	3 732	10%	4 034	9%	2 704	11%	4 296	9%
7. Pozostałe koszty rodzajowe	1 656	5%	1 210	3%	1 380	3%	834	3%	1 186	2%
8. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	3 241	9%	3 852	10%	4 901	11%	2 255	9%	5 601	12%
Razem	34 715	100%	37 267	100%	45 586	100%	25 495	100%	48 570	100%

Źródło: Sprawozdania Macrologic S.A., BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

Specjalistów takich jest na rynku wciąż względnie mało, dlatego są przedmiotem konkurencji, która to wiąże się z oferowaniem pracownikom poszczególnych spółek korzystniejszych warunków zatrudnienia. W celu zapobieżenia tego typu migracji Macrologic musi dostosowywać poziom swoich płac do konkurentów, co

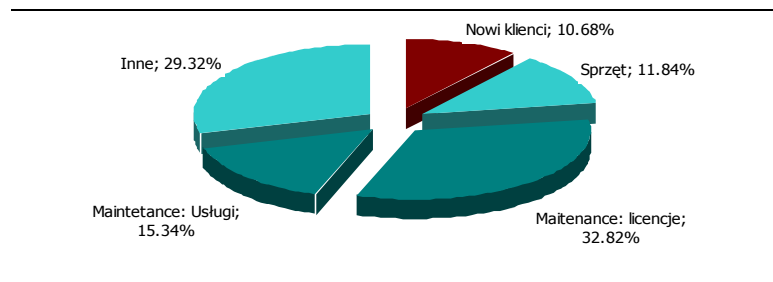
przekładać się musi na ustawiczne podwyższanie pozycji wynagrodzeń oraz inne wydatki zachęcające pracowników do pozostania w Grupie.

Fakty te zostały uwzględnione w prognozie na następne lata. Poziomy amortyzacji determinowane są przez różną wysokość inwestycji w poszczególnych okresach amortyzowaną według różnych zasad dla RAT oraz WNiP. Pozostałe koszty wymodelowane zostały zgodnie z dotychczasową tendencją udziału w strukturze, a następnie uzależnione od przychodów.

Segmenty działalności

Podstawowe segmenty przychodów Spółki to licencje i usługi. Występuje pewna zależność obu tych przychodów w czasie. Otóż, relatywnie wysokie przychody z licencji w okresie t przekładają się na względnie wyższe przychody ze sprzedaży usług w okresie t+1 oraz względnie niższe z licencji. Mamy tu do czynienia z przemiennie większą względną dynamiką przychodów z tych źródeł. Wywiera to wpływ na strukturę przychodów w czasie najbliższych 2-3 lat, jednak w wycenie z 10-cio letnim okresem prognozy wpływ ten zaczyna się nakładać, a jego istotność skrajnie zmniejsza. Sprzęt w przypadku Grupy Macrologic stanowi około 11% sprzedaży i sprzedawany jest w korelacji z instalowanym oprogramowaniem. Godnym odnotowania jest fakt, że z każdym rokiem przychody Grupy stają się bardziej pewne, ponieważ coraz więcej z nich generowana jest przez tzw. maintenance licencji oraz usług. Nowi klienci to tylko około 11% ogółu sprzedaży.

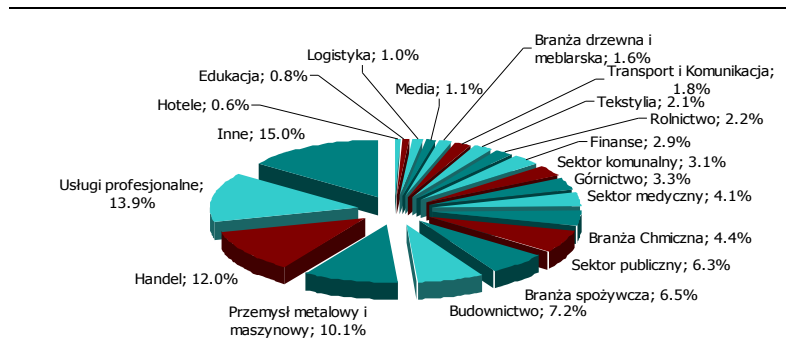
Rysunek 2. Struktura przychodów netto według podziału na podgrupy sprzedażowe w IQ 2009



Źródło: Macrologic S.A., BM BGŻ.

Dodatkowe zabezpieczenie stanowi duże zróżnicowanie branżowe struktury przychodów. Powoduje to, że nawet istotne pogorszenia sytuacji w poszczególnych sektorach mogą być zrekompensowane przez wzrost zamówień z innych działów gospodarki.

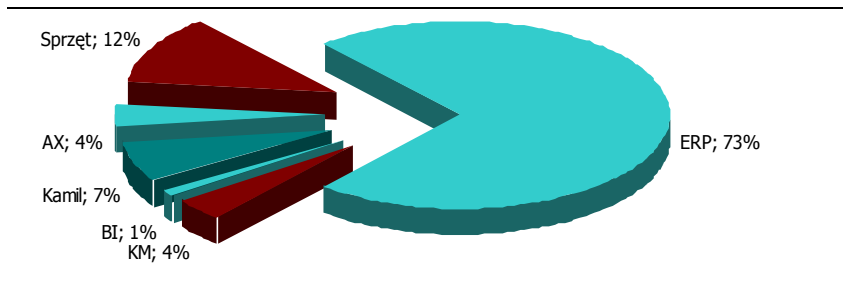
Rysunek 3. Struktura przychodów netto według podziału na branże w IQ 2009



Źródło: Macrologic S.A., BM BGŻ.

Najistotniejszą grupą produktów Macrologic są rozwiązania z obszaru ERP, na odnotowanie zasługuje również przychód generowany przez produkty spółki zależnej – Kamil S.A., wynoszący 7% ogółu sprzedaży.

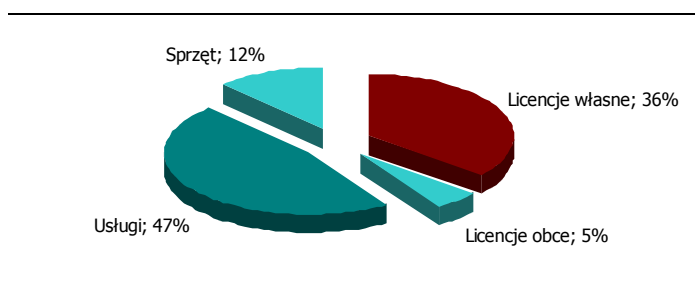
Rysunek 4. Struktura przychodów netto według podziału na grupy produktowe w IQ 2009



Źródło: Macrologic S.A., BM BGŻ.

Macrologic zajmuje się również sprzedażą i wdrażaniem oprogramowania obcych firm, które stanowi jednak niewielki procent całości przychodów.

Rysunek 5. Struktura przychodów netto według podziału na prawa własnościowe w IQ 2009



Źródło: Macrologic S.A., BM BGŻ.

Działalność operacyjna

Opis ogólny

Macrologic S.A. jest producentem oprogramowania wspomagającego zarządzanie przedsiębiorstwem oraz rozwiązań związanych z zarządzaniem informacją, świadczy również usługi doradcze w zakresie oprogramowania. Swoją ofertę kieruje przede wszystkim do sektora średnich przedsiębiorstw. Głównym produktem spółki jest system Xpertis, wspierający ewidencję i planowanie zasobów (ERP, ang. Enterprise Resource Planning), zarządzanie informacją i wiedzą (KM, ang. Knowledge Management) oraz relacjami z klientem (CRM, ang. Customer Relationship Management), analizy zarządcze (BI ang. Business Intelligence).

Charakterystyka podstawowego oferowanego systemu informatycznego - Xpertis

System informatyczny Xpertis, wspierający ewidencję i planowanie zasobów, gromadzi dane oraz zapewnia możliwość dokonywania na nich operacji. Wspomaganie Xpertis obejmuje wszystkie lub kilka poziomów zarządzania, ułatwia optymalizację wykorzystania zasobów firmy oraz zachodzących w niej procesów. Xpertis jest oprogramowaniem modułowym, składa się z niezależnych, choć powiązanych wzajemnie aplikacji. Zalicza się go do klasy Zintegrowanych Systemów Informatycznych. Podstawowym elementem systemu Xpertis tak jak większości systemów tej klasy jest baza danych, która stanowi zwykle element wspólny dla wszystkich pozostałych modułów. Xpertis dostępny jest w różnych wersjach modułowych w zależności od wymagań

zarządczych. W ramach rozwiązań adresowanych do ogółu średnich przedsiębiorców oraz poszczególnych branż wyróżnia się następujące wersje oprogramowania Xpertis:

Tabela 11. Wspomagane przez pakiet obszary zarządzania oraz branże

Finanse	Zarządzanie jakością	Jednostki Min. Sprawiedliwości	Firmy budowlane
Controlling	Modelowanie procesów	Administracja samorządowa	Firmy deweloperskie
Personel	Zarządzanie informacją	Administratorzy nieruchomości	Przedsiębiorstwa komunalne
Produkcja, Remonty	Projekty	Spedycja i transport	
Logistyka	Gospodarka remontowa		
Sprzedaż i marketing			

Źródło: Spółka

Poniżej rozwiązania dedykowane przez Spółkę specjalnie dla osób pełniących określone funkcje w firmie.

Tabela 12. Wspomagane przez pakiet funkcje

Prezes/Dyrektor Zarządzający CEO	Dyrektor Sprzedaży i Logistyki
Dyrektor Finansowy/CFO	Pełnomocnik Zarządu ds. Jakości
Kontroler Finansowy	Dyrektor Produkcji
Dyrektor Personalny	Szef Projektu

Źródło: Spółka

Systemy Xpertis podobnie jak większość podobnych rozwiązań ERP są elastyczne i umożliwiają dostosowywanie ich do profilu poszczególnych przedsiębiorstw. Poszczególne moduły mogą być niezależne od siebie i pracować bez obecności innych.

W czerwcu 2009 roku do użytku oddany został pakiet Xpertis w nowej wersji pracującej w trybie na platformie Java™. To z kolei umożliwiło uruchamianie graficznego programu w tanim i wydajnym środowisku liniowym. Pakiet ten znajduje potencjalnych odbiorców wśród dotychczasowych użytkowników platform zarządczych opartych o system DOS.

Portfel klientów Spółki

Do głównych odbiorców zarówno Spółki jak i całej Grupy zaliczyć można przede wszystkim średnie przedsiębiorstwa, co nie wyklucza jednak współpracy z takimi podmiotami jak Bank BPH, jednostki samorządu terytorialnego, czy Ministerstwo Sprawiedliwości.

Tabela 13. Istotni klienci Macrologic S.A.

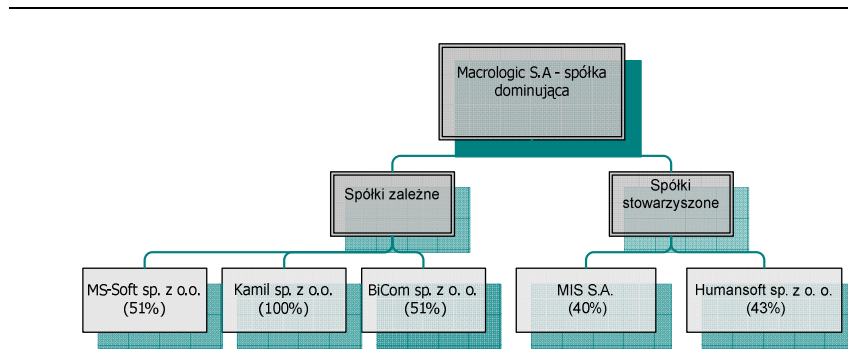
Branża	Spółka	Branża	Spółka
Sprzedaż	Hanipol	Przedsiębiorstwo budowlane	Lubar Sp. z o.o.
	Kuchnie Świata SA.		Wroble S.A.
	Baby Collection		Przemysł chemiczny
Przedsiębiorstwo energetyczne	ZEC Starachowice	Przemysł farmaceutyczny	Narodowy Instytut Leków
	Medicover Sp. z o.o.		Przemysł spożywczy
Placówki medyczne	Telepizza Sp. z o.o.	Przemysł stalowy	Huta Batory Sp. z o.o.
Placówki gastronomiczne	HBP Sp. z o.o.		Kromiss-Bis Sp. z o.o.
Hodowla roślin	Murator SA		Mostostal Pomorze S.A.
Wydawnictwo	Polonia Logistyka Sp. z o.o.	Przedsiębiorstwo inżynierskie	Wavin Metalplast-Buk Sp. z o.o.
	LCS Logistics S.A.		Instytucja kultury
Przedsiębiorstwo produkcyjne	Janpol Sp. z o.o.	Bankowość	Bank BPH S.A.
	NTK Polska Sp. z o.o.	Usługi	Contract Administration Sp. z o.o.
	Solbet Lubartów Sp. z o.o.		
	Stalmot Sp. z o.o.		Work Service
	ANIS Opakowania Sp. z o.o.		

Źródło: Spółka.

Struktura Grupy Kapitałowej

Podstawą działalności całej Grupy jest dostarczanie przedsiębiorstwom rozwiązań wspomagających działalność z zakresu IT. Grupa prowadzi działalność na terenie całej Polski, posiada 8 oddziałów, 4 spółki zależne oraz 2 spółki stowarzyszone, zatrudnia łącznie 340 pracowników, w MCL 280, z czego w centrali 90 i 190 w oddziałach, 55 w spółkach zależnych. Podmiotem dominującym w Grupie jest Spółka Macrologic S.A., która notowana jest na rynku głównym GPW.

Rysunek 6. Struktura Grupy Macrologic



Źródło: Macrologic S.A., BM BGŻ.

Struktura akcjonariatu

Kapitał zakładowy Macrologic SA wynosi 1 888 719 złotych dzieli się na 1 888 719 akcji o wartości nominalnej 1 zł każda. Akcje serii A, B, C, D, E, F, G, H, I są dopuszczone do obrotu publicznego. Z pośród nich 1 788 719 to akcje zwykłe na okaziciela, a 100 000 jest akcjami zwykłymi imiennymi. Głównymi akcjonariuszami są założyciele Spółki Bogdan Michalak, Włodzimierz Napiórkowski i Krystyna Napiórkowska, którzy łącznie posiadają około 57% akcji Spółki oraz tyle samo głosów na WZA. Istotnym akcjonariuszem jest również prezes zarządu – Krzysztof Szczypa, który obejmował akcje w ramach programu przejmowania przez MCL udziałów w spółce zależnej (Efbud – przekształconej później w Macrosoft Południe i połączonej z MCL). Do ważnych udziałowców należy również podmiot finansowy - Aviva Investors Poland S.A.. W drugim i na początku trzeciego kwartału MCL S.A. zaoferował 100 000 ze 136 210 posiadanych i skupionych wcześniej akcji najdłużej zatrudnionym oraz kluczowym dla firmy oraz spółek powiązanych pracownikom.

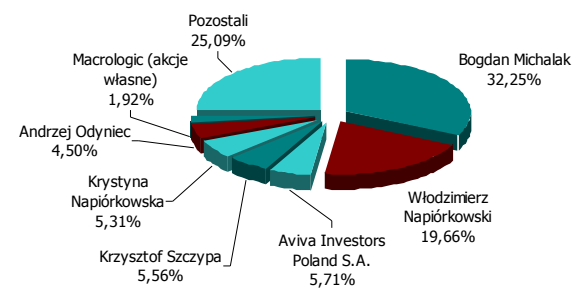
Tabela 14. Struktura akcjonariatu

Akcjonariusze	Liczba akcji	Udział (w %)
Bogdan Michalak	609 202	32,25%
Włodzimierz Napiórkowski	371 380	19,66%
Aviva Investors Poland S.A.	108 030	5,71%
Krzysztof Szczypa	105 197	5,56%
Krystyna Napiórkowska	100 345	5,31%
Andrzej Odyniec	85 000	4,50%
Macrologic (akcje własne)	36 294	1,92%
Pozostali	473 271	25,09%

Źródło: BM BGŻ, GPW, (stan na 25.08.2009).

Podział kapitału akcyjnego Spółki przedstawia się graficznie w następujący sposób.

Rysunek 7. Struktura akcjonariatu



Źródło: Macrologic S.A., BM BGZ.

Analiza otoczenia Spółki

Prognozy rozwoju rynku

Zgodnie z przewidywaniami zarządu oraz niezależnymi raportami analitycznymi rynek usług ERP dla sektora średnich przedsiębiorstw, w którym MCL S.A. miał dotychczas około 10% udziału, może rozwijać się przez najbliższe kilka lat w tempie od 10% do 15% rocznie. Według styczniowych danych pochodzących z GUS wciąż tylko 26% średnich przedsiębiorstw korzysta z pakietów wspomagających działalność ERP. Prosta kalkulacja pokazuje, że rynek może poszerzyć się o kolejne 15 tys. średnich przedsiębiorstw oraz drugie tyle małych i dużych, które korzystać będą z rozwiązań dla średnich firm. Zgodnie z tymi samymi źródłami wciąż około 30% średnich przedsiębiorstw korzysta z rozwiązań opartych o systemy DOS-owskie. Coraz większa konkurencyjność w poszczególnych sektorach i branżach wymusza istotne zmiany na każdej płaszczynie zarządzania w firmie, a ten fakt w naturalny sposób przekładać się będzie na inwestycje w nowsze rozwiązania IT tych jednostek gospodarczych, czyli stopniowe przechodzenie do rozwiązań na platformach Windows, czy Linux, oferowanych między innymi przez Macrologic S.A.

Otoczenie konkurencyjne

Tabela 15. Skonsolidowane wskaźniki finansowe na tle sektora IT, (ostatnie 4 kwartały)

Wskaźnik	Macrologic	Comarch	Sygnity	Asseco Business Solutions	Asseco Slovakia	Teta
Marża zysku brutto ze sprzedaży	46.0%	15.6%	18.4%	33.9%	37.1%	42.6%
Marża zysku operacyjnego	15.6%	4.4%	2.1%	16.3%	13.2%	20.6%
Marża zysku brutto	15.7%	25.9%	1.2%	16.9%	14.1%	18.3%
Marża zysku netto	11.2%	22.6%	0.7%	13.6%	9.5%	13.7%
ROE	28.1%	37.0%	1.8%	10.4%	18.6%	20.0%
ROA	19.1%	22.3%	0.9%	9.2%	9.7%	10.6%
Wskaźnik płynności bieżącej	1.35	3.10	1.34	3.20	1.62	1.13
Wskaźnik płynności szybkiej	1.31	2.90	1.21	3.16	1.60	0.88
Wskaźnik podwyższonej płynności	0.36	1.62	0.26	1.45	0.88	0.05
Cykl rotacji należności	51.4	143.6	97.4	78.9	78.4	163.9
Cykl rotacji zapasów	2.9	22.4	19.8	2.7	2.4	53.1
Cykl operacyjny	54.3	165.9	117.2	81.6	80.8	217.0
Sybil spłaty zobowiązań	68.9	113.1	130.3	59.6	114.4	221.8
Cykl konwersji gotówki	-14.5	52.8	-13.1	22.0	-33.6	-4.9
Wskaźnik pokrycia majątku	107.5%	144.1%	126.7%	122.2%	94.0%	90%
Stopa ogólnego zadłużenia	28.9%	37.8%	49.5%	9.0%	43.8%	49%
Wskaźnik obsługi zadłużenia	34.1	-1.9	4.2	75.6	11.6	10.7
Dług ogólny/EBITDA	1.0	7.7	9.7	0.9	2.5	2.2

Źródło: Sprawozdania spółek, BM BGZ.

Warto spojrzeć na inne spółki o podobnym profilu działalności z branży IT, które i dziś i w przyszłości konkurować będą bezpośrednio lub pośrednio (przez mniejsze podmioty z grupy kapitałowej) z Macrologic S.A. Należą do nich między innymi: Comarch S.A., Teta S.A., czy Asseco Business Solutions S.A. Można stwierdzić, na podstawie analizy wyników finansowych konkurentów Spółki, że performuje ona w okresie ostatnich 4 kwartałów dobrze na tle branży. Spółka zwiększa znacznie przychody oraz marżę zysku netto, właściwie nie odczuwając skutków gorszej koniunktury. W poniższej tabeli cykle rotacji należności, zobowiązań oraz co za tym idzie cykl konwersji gotówki dla Grupy Macrologic różnią się od podanych wcześniej, ze względu na inną metodologię ich wyliczania, która umożliwiła jednakowe kryteria porównawcze dla wszystkich Grup.

Istotne czynniki zewnętrzne

Popyt na produkty Spółki i otoczenie rynkowe

Oczekiwane problemy w finansowaniu nowych inwestycji z kredytów, czy dotacji unijnych nie mają właściwie istotnego wpływu na popyt, a co za tym idzie wartość kontraktów ogółem Spółki. Przedsiębiorcy finansowali nowe projekty z zysków zatrzymanych z lat ubiegłych.

Wyniki Grupy są w bardzo wąskim zakresie uzależnione od poziomów kursów walutowych, kondycji finansów publicznych oraz sektora finansowego. Silne zróżnicowanie oraz rozproszenie branżowe portfela zamówień powodują, że wyniki Spółki pozostają stabilne nawet, gdy wyniki oraz kontrakty z poszczególnych sektorów gospodarki różnią się znacznie z okresu na okres.

Zmiany prawne

Wpływają one pozytywnie na strukturę sprzedaży netto spółki znacznie usztywniając jej przyszły prawdopodobny rozkład. Szczególnie w pierwszym i czwartym kwartale każdego roku klienci niejako zmuszeni do aktualizacji oprogramowania o nowe przepisy prawne.

Dotacje

Dostępne zarówno w 2009 jak i w kolejnych latach dotacje z UE finansujące od 30 do 50% nakładów inwestycyjnych na rozwój przedsiębiorstw jak i jednostek samorządowych mogą okazać się silnym czynnikiem wpływającym in plus na wartość kontraktów realizowanych na całym rynku IT, a co za tym idzie również przez Macrologic. Zarząd, świadomy trudności w sporządzaniu pozytywnie ocenianych wniosków oraz długości trwania procedur unijnych nie może traktować tego czynnika jako kluczowego bodźca do rozwoju rynku w swoich prognozach. Dodatkową przeszkodą może okazać się tu wielkość projektów. Powszechnie wiadomo, że o dotacje łatwiej jest starać się, gdy w grę wchodzi duże przedsięwzięcia, które łączą się również z innymi wydatkami na infrastrukturę, w tym zakup prac badawczo-rozwojowych, maszyny produkcyjne i prace budowlane. Wobec powyższych nieformalnych ograniczeń Zarząd zdecydował się na samodzielne pozyskiwanie środków unijnych na R&D oraz projekty szkoleniowe.

W ostatnim tygodniu sierpnia 2009 Spółka poinformowała o pozytywnym rozpatrzeniu przez PARP wniosku o dotację w wysokości 3,9 mln zł. Środki te, Macrologic przeznaczy na dwuletni projekt szkoleniowy o nazwie: „Nowoczesne technologie informatyczne na usługach menadżera”, skierowany do sektora MŚP. Zadanie realizowany będzie w ramach programu Kapitał Ludzki, Poddziałanie: 2.1.1 Rozwój kapitału ludzkiego w przedsiębiorstwach. Szacowana całkowita wartość projektu wyniesie 5 mln zł. Różnica będzie finansowana przez uczestników szkoleń. Efektem takiego programu szkoleniowego będzie według członka Zarządu Macrologic zwiększenie się liczby nowych klientów w kolejnych latach funkcjonowania Grupy. Na ocenę czeka wniosek o wartości około 6 mln zł..

Czynniki ryzyka

Dotychczasowy brak wpływu gorszej koniunktury gospodarczej może nie utrzymać się przez cały 2009 rok. Prognozowany, przez makroekonomistów wzrost gospodarczy w 2009 roku między 0, a 1,5% spowodował, że niewiele średnich przedsiębiorstw poczyniło oszczędności lub wygenerowało w pierwszym półroczu 2009 roku zysk, który umożliwiłoby przyszłe nakłady inwestycyjne. Można przypuszczać, że bieżące dobre wyniki finansowe Grupy są echem wzrostu gospodarczego z poprzednich kilku lat, kiedy to przedsiębiorstwa zatrzymywały wypracowywane zyski na przyszłe inwestycje.

Analiza kluczowych czynników wewnętrznych Spółki

Tak dobre wyniki finansowe Spółki w pierwszym kwartale i po półroczu 2009 roku przypisywać można reorganizacji w obrębie struktury Grupy Macrologic i nią związanemu, wdrażanemu obecnie systemowi poprawy efektywności pracy oraz wykorzystania zasobów. Całość prac reorganizacyjnych oraz usprawniających działanie połączonej Spółki przełożyła się bezpośrednio na niżej opisane obszary.

Sprzedaż do nowych klientów

Sprzedaż do nowych klientów spadła po pierwszym półroczu 2009 o 25% w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego. Spadek jest jednak bezpośrednim rezultatem wyjątkowo wysokiej sprzedaży w roku ubiegłym osiągniętej głównie dzięki jednemu dużemu kontraktowi o wartości 1 mln zł. Zarząd nie obawia się spadku sprzedaży do nowych klientów w ujęciu rocznym ze względu na sezonowe przesunięcie dużej części sprzedaży na czwarty kwartał. Należy podkreślić również, że przychody generowane przez nowych klientów to 10-15% ogółu rocznej sprzedaży i ich wpływ na całość wyniku nie jest najistotniejszy. Jednocześnie obserwowano wzrost średniej wartości nowego kontraktu o około 18%. Prognoza zespołu zarządzającego sprzedażą na rok 2009 przynajmniej 10%-owy wzrost wartości nowych umów względem roku 2008.

Podtrzymywanie relacji z dotychczasowymi klientami

Wprowadzenie funkcji doradcy klienta do struktury zatrudnienia Spółki ma poprawić relację z już pozyskanymi klientami. Zdaniem zarządu przełoży się to na lepsze poznanie potrzeb przedsiębiorców oraz wzrost wartości zamówień licencji i usług w kolejnych latach po inicjującej relację pierwotnej umowie. W rezultacie tej zmiany szefowie projektów, którzy pełnili również funkcję opiekunów usługowych będą posiadali większy zasób czasu niezbędnego do opracowywania nowych rozwiązań IT.

Zarządzanie usługami

Zarząd Spółki wdrożył w styczniu 2009 roku autorski system informatyczny, który ma za zadanie podwyższyć efektywność oraz zwiększyć przychody z działalności usługowej w nowej połączonej jednostce. Prócz tego, wprowadzono nowe stawki usługowe, zainicjowano działalność konsultingową oraz zaimplementowano zasady zarządzania projektami usługowymi, które to biorą pod uwagę zarówno realizację zadań o coraz wyższej wartości jak i oddziałową strukturę Spółki.

Controlling

Od 2008 roku Spółka wdraża również autorski kompleksowy system informacyjny mający na celu podtrzymanie stałego wzrostu wewnętrznego oraz poprawienie wyników w poszczególnych grupach

przychodowych. Dzięki przeprowadzonym usprawnieniom możliwe jest bieżące kontrolowanie efektywności pracy w poszczególnych zespołach, identyfikacja tych zasobów, które w danym czasie mają wolne moce przerobowe oraz zatrudnienie ich do oczekujących zadań. Zespoły o ustawicznie obniżonej efektywności spotykają się ze wsparciem technicznym, szkoleniowym oraz motywowane są do wdrożenia określonych przez Spółkę standardów w obrębie racjonalizacji kosztów prowadzonej działalności.

Tabele i prognozy

Tabela 16. Bilans

(mln PLN)	2007	2008	IH 2009	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	29.1	33.1	31.8	40.7	45.5	50.0	55.5	60.3
Aktywa trwałe	18.7	20.3	20.5	21.3	19.2	16.2	17.0	15.5
Wartości niematerialne i prawne	9.2	10.7	11.9	10.6	9.6	7.6	7.6	7.7
Rzeczowe aktywa trwałe	8.5	7.4	7.0	8.6	7.5	6.4	7.2	5.7
Aktywa obrotowe	10.3	12.8	11.3	19.4	26.3	33.8	38.6	44.8
Zapasy	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
Należności krótkoterminowe	6.9	8.1	7.7	8.6	9.7	10.7	11.6	12.3
Inwestycje krótkoterminowe	2.9	4.2	3.3	10.2	16.0	22.4	26.3	31.7
PASYWA	29.1	33.1	31.8	40.7	45.5	50.0	55.5	60.3
Kapitał własny	19.7	22.8	24.1	29.8	33.6	37.0	41.4	45.1
Kapitał zakładowy	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Kapitał zapasowy	18.2	21.8	20.9	17.3	17.1	16.8	16.6	16.4
Akcje własne	-8.0	-8.6	-4.6	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
Zysk netto	6.0	5.7	4.3	8.5	9.5	9.8	11.0	11.0
Zobowiązania	9.3	10.3	7.7	10.9	11.9	13.0	14.2	15.2
Zobowiązania długoterminowe	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	8.5	9.7	7.2	10.4	11.5	12.6	13.8	14.9
-zobowiązania finansowe	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
-kredyty i pożyczki	2.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
-rezerwy krótkoterminowe	1.2	2.9	1.3	3.2	3.6	4.0	4.7	5.2

Źródło: BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

Tabela 17. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2007	2008	IH 2009	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	9.4	11.1	5.2	12.9	14.7	16.0	16.0	16.0
Zysk netto	6.0	5.7	4.3	8.5	9.5	9.8	11.0	11.0
Amortyzacja	3.3	4.2	2.1	4.2	5.2	6.1	4.7	4.7
Zmiana kapitału obrotowego	-0.1	1.0	-1.2	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7.5	-5.2	-3.6	-5.3	-3.1	-3.1	-5.4	-3.2
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	7.0	4.3	2.5	5.3	3.1	3.1	5.4	3.2
Przepływy z działalności finansowej	-2.6	-4.6	-2.8	-4.4	-5.8	-6.5	-6.7	-7.3
Wpływy								
Kredyty i pożyczki	3.1	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inne	3.5	0.2	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wypływy								
Dywidendy	0.0	1.9	3.8	3.8	5.5	6.2	6.4	7.1
Nabycie akcji własnych	8.0	0.6	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Splaty kredytów i pożyczek	1.0	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Leasing finansowy	0.0	0.0	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
Zmiana stanu środków pieniężnych	-0.6	1.2	-1.2	6.0	5.8	6.4	3.9	5.4
Środki pieniężne:								
na początek okresu	3.5	2.9	4.1	4.1	10.2	16.0	22.4	26.3
na koniec okresu	2.9	4.1	2.9	10.2	16.0	22.4	26.3	31.7

Źródło: BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

Tabela 18. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	IH 2009	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	43.1	51.4	27.0	59.3	67.1	74.6	81.4	87.1
<i>zmiana r/r</i>	12.3%	19.4%	16.0%	15.2%	13.3%	11.2%	9.1%	7.0%
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	22.6	28.3	11.7	31.9	36.4	40.3	43.8	46.6
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	20.5	23.2	15.3	27.4	30.7	34.3	37.7	40.5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	47.5%	45.1%	56.7%	46.1%	45.8%	46.0%	46.2%	46.5%
Koszty sprzedaży	4.5	5.7	3.8	6.3	7.5	9.8	10.6	13.0
Koszty ogólnego zarządu	8.5	10.0	5.6	9.8	10.4	11.3	12.3	12.7
Zysk (strata) na sprzedaży	7.5	7.5	5.9	10.7	12.1	12.5	13.8	13.8
EBITDA	11.4	11.5	7.5	15.1	17.5	18.8	18.8	18.8
EBIT	8.1	7.3	5.4	10.9	12.3	12.7	14.1	14.1
<i>marża operacyjna</i>	18.8%	14.1%	19.9%	18.4%	18.3%	17.0%	17.3%	16.2%
Saldo z działalności finansowej	0.04	-0.10	-0.02	-0.06	-0.05	-0.04	-0.03	0.03
Zysk (strata) brutto	8.1	7.3	5.3	10.9	12.3	12.6	14.1	14.2
<i>marża brutto</i>	18.9%	14.2%	19.6%	18.3%	18.2%	16.9%	17.3%	16.3%
Podatek dochodowy	1.5	1.5	1.0	2.1	2.3	2.4	2.7	2.7
Zysk (strata) netto	6.0	5.7	4.3	8.5	9.5	9.8	11.0	11.0
<i>marża netto</i>	13.8%	11.1%	16.0%	14.3%	14.2%	13.2%	13.5%	12.7%

Źródło: BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

Tabela 19. Wskaźniki rynkowe dla ceny docelowej

(PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	3,16	3,03	4,48	5,15	5,31	5,93	5,96
DPS	0,00	1,02	2,15	2,97	3,35	3,45	3,85
BVPS	10,45	12,09	15,79	18,15	19,98	22,33	24,32
P/E	15,49	16,14	10,91	9,67	9,38	8,40	8,36
P/BV	4,73	4,08	3,13	2,77	2,52	2,25	2,07
P/S	2,14	1,79	1,56	1,37	1,24	1,13	1,06
P/CE	10,01	9,31	7,29	6,28	5,78	5,90	5,86
EV/EBIT	11,66	12,95	8,63	7,66	7,44	6,67	6,67
EV/EBITDA	8,30	8,22	6,24	5,40	5,01	5,02	5,00
EV/S	2,19	1,83	1,59	1,40	1,26	1,16	1,08

Źródło: BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

Tabela 20. Wskaźniki finansowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Rentowność brutto na sprzedaży	47,5%	45,1%	46,1%	45,8%	46,0%	46,2%	46,5%
Rentowność EBITDA	26,3%	22,3%	25,5%	26,0%	25,2%	23,1%	21,6%
Rentowność EBIT	18,8%	14,1%	18,4%	18,3%	17,0%	17,3%	16,2%
Rentowność netto	13,8%	11,1%	14,3%	14,2%	13,2%	13,5%	12,7%
ROA	20,5%	18,0%	14,6%	13,1%	11,9%	10,7%	9,9%
ROE	30,2%	25,0%	28,4%	28,4%	26,6%	26,6%	24,5%
Dług/Aktywa	32,1%	31,0%	26,7%	26,2%	25,9%	25,5%	25,2%
Dług/Kapitał własny	47,3%	45,0%	36,5%	35,4%	35,0%	34,3%	33,8%
Dług/EBITDA	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
EBIT/odsetki	152,6	51,6	145,1	175,1	180,3	238,3	98,7
Płynność bieżąca	1,2	1,3	1,9	2,3	2,7	2,8	3,0
Płynność szybka	1,2	1,3	1,8	2,2	2,6	2,7	3,0
Płynność gotówkowa	0,34	0,43	0,98	1,39	1,78	1,90	2,13
Cykl rotacji zapasów	5,0	3,3	3,4	3,6	3,7	3,7	3,8
Cykl rotacji należności	57,0	52,6	50,8	49,0	49,1	49,2	49,3
Cykl rotacji zobowiązań	37,9	33,3	31,1	31,0	31,0	30,9	30,9
Cykl konwersji gotówki	24,1	22,6	23,1	21,6	21,8	22,0	22,2

Źródło: BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

Nota prawna

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A.

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 S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. 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 S.A. 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 jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 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 S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje 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 S.A. 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.

Doradztwo Inwestycyjne		telefon	adres email
Tomasz Dumala		(022) 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski		(022) 329 43 84	marcin.lachowski@bgz.pl
Grzegorz Kujawski		(022) 329 43 46	grzegorz.kujawski@bgz.pl
Tomasz Manowiec		(022) 329 43 44	tomasz.manowiec@bgz.pl

Operacje Brokerskie		telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni	(022) 329 43 23	jaroslaw.duszczyk@bgz.pl
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	(022) 329 43 26	marek.niewiadomski@bgz.pl
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	(022) 329 43 25	grzegorz.leszek@bgz.pl
Monika Dudek	Klienci detaliczni	(022) 329 43 24/20	monika.dudek@bgz.pl
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	(022) 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgz.pl

Oferty Publiczne (IPO)		telefon	adres email
Marek Jaczewski	Główny specjalista	(022) 329 43 53	marek.jaczewski@bgz.pl
Bogusław Bączyk	Główny specjalista	(022) 329 43 42	boguslaw.baczuk@bgz.pl

Internetowe serwisy transakcyjne	strona www
----------------------------------	------------

bmBGZ.net	Zlecenia na GPW i New Connect	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html
@IPO.bmBGZ	Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html

Oddziały	adres	telefon	adres	telefon
Białystok	ul. Suraska 3a	(085) 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25 (077) 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	(023) 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9 (029) 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	(074) 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d (024) 264 04 08
Ełk	ul. Armii Krajowej 24	(087) 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17 (061) 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	(095) 721 63 29	Przemyśl	ul. Kamienny Most 6 (016) 675 05 86
Inowrocław	ul. Dworcowa 52/54	(052) 353 37 00	Radom	ul. Traugutta 29 (048) 361 22 70
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	(075) 753 30 98	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9 (017) 852 05 21
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	(041) 366 02 15	Siedlce	ul. Joselewicza 3 (025) 640 90 04
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	(094) 354 74 63	Sieradz	ul. Sarańska 5 (043) 827 85 17
Kraków	ul. Pawia 5	(012) 632 70 11	Szczecin	ul. Jagiellońska 97 (091) 480 02 07
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	(081) 531 91 44	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5 (015) 823 11 15
Łomża	ul. Dworna 12	(086) 215 41 99	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c (014) 629 11 98
Łódź	ul. Piotrkowska 57	(042) 670 20 70	Warszawa	ul. Zielna 41/43 (022) 322 90 50
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	(095) 742 15 13	Warszawa	ul. Żurawia 6/12 (022) 329 44 17
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	(018) 443 35 91	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a (084) 638 54 03
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	(089) 527 27 10		