

BYŁ SOBIE RAZ PRZETARG**I PO wynikach...****Oferta Publiczna NTT SYSTEM SA - Analiza**

W najbliższych dniach NTT SYSTEM SA – Spółka z branży IT – specjalizująca się w dystrybucji sprzętu komputerowego i składaniu PC-tów zaoferuje 11.042.750 akcji nowej emisji. Zamierzamy przybliżyć kilka aspektów funkcjonowania Spółki, które naszym zdaniem nie zostały wyraźnie przedstawione, a które uważamy za kluczowe przy jej ocenie.

Przetarg do MEN

Analizując wyniki Spółki¹ za ostatnie lata zwraca uwagę nadzwyczajny wzrost rentowności w 2005 roku. Przychody w latach 2004, 2005 wyniosły odpowiednio 401,4M i 470,6M, natomiast zysk operacyjny wzrósł z 682,6 tys. w 2004 do 15.153,6 tys. w 2005 roku – czyli ponad 22 krotnie. Można powiedzieć, że w 2005 roku na Spółkę spadł deszcz pieniędzy.

**Jednorazowy
wzrost
rentowności w
2005.**

Poniższa tabela przedstawia historyczne wskaźniki rentowności uzupełnione o prognozę na rok 2006 (na podstawie szacunków Spółki):

	2003	2004	2005	2006
Rentowność sprzedaży (brutto)	6,63%	5,86%	8,46%	7,69%
Rentowność EBITDA	1,29%	0,32%	3,38%	1,54%
Rentowność zysku operacyjnego	1,13%	0,17%	3,22%	1,42%
Rentowność zysku brutto	0,70%	0,91%	2,00%	2,05%
Rentowność zysku netto	0,31%	0,75%	1,60%	1,54%

Rentowność zysku operacyjnego i rentowność na poziomie EBITDA – wskaźniki najlepiej oddające efektywność głównej działalności – wykazują zdumiewającą dynamikę 2005/04, niemal jakby w 2005 roku była to spółka z całkiem innej branży... Okazuje się, że rewelacyjne wyniki 2005 roku są efektem udziału NTT System w realizacji zamówień dla Ministerstwa Edukacji Narodowej (MEN). Ponadto należy zauważyć, że przetarg do MEN mógł mieć także istotny wpływ na wynik roku 2006, gdyż kulminacja dostaw komputerów do szkół wystąpiła w IV kwartale 2005. Spółki dystrybuujące sprzęt komputerowy mają duże możliwości elastycznego rozliczania wyniku finansowego – zwłaszcza na przełomie roku kalendarzowego, co jest spowodowane znacznymi bonusami sprzedażowymi i zwrotami kosztów marketingowych.

Uważamy, iż wpływ dostaw sprzętu komputerowego dla MEN na wyniki Spółki nie odgrywał już istotnej roli w końcówce 2006 roku. Dlatego za nadzwyczaj ważne dla oceny Emitenta należałoby uznać raport za IV kwartał 2006. Niestety Spółka – jak dotychczas – nie przedstawiła takiego sprawozdania. Praktycznie wszystkie spółki giełdowe już takie raporty podały. Uważamy, iż w przypadku debutanta, o którym z natury rzeczy wiadomo mniej, aktualny raport okresowy miałby nieporównywalnie większe znaczenie.

**Brak raportu
okresowego za
IV kwartał 2006**

¹ W dniu 8.06.2006 NTT System Sp. z o.o. została przejęta przez NTT System SA. Analiza oparta jest na założeniu kontynuacji działalności NTT System Sp. z o.o. przez NTT System SA. Oznacza to, iż dane z lat 2003-2005 dotyczą spółki NTT System Sp. z o.o. Dane z roku 2006 dotyczą łącznie NTT System Sp. z o.o., jak i NTT System SA, dane późniejsze dotyczą prognoz dla NTT System SA.

Deszcz pieniędzy z jakże korzystnego dla NTT System udziału w dostawach dla MEN spotkał się jednak z falą wzburzenia w branży IT. Uważamy, iż nadal istnieje poważne ryzyko związane z minionym przetargiem, które jednak nie znalazło się w prospekcie emisyjnym.

Przetarg do MEN budzi kontrowersje w branży IT.

Przetarg na dostawę prawie 70 tys. komputerów dla szkół został podzielony na cztery mniejsze przetargi. Dzięki takiemu podziałowi czterech największych polskich dostawców (NTT, Action, Optimus i Incom) praktycznie nie musiało ze sobą konkurować. *"Kolejno ogłaszane przetargi rozstrzygano rekordowo szybko, nie było protestów, wpływało mało ofert, a zwycięzcy byli z góry znani"* M.Zielke, PB, 12.12.2005. Każdy z nich zgłosił swój sprzęt do przetargu w innym okręgu. Wprawdzie w każdym okręgu zgłosiło się do przetargu dwóch integratorów ale obaj mieli w ofercie komputery tego samego dostawcy. Dzięki temu, że przetarg został podzielony na cztery mniejsze a dostawcy wstrzymali się od udziału w przetargach, w których startowali ich konkurenci, przetargi zostały rozstrzygnięte bez jakiegokolwiek konkurencji pomiędzy dostawcami komputerów. Każdy z dostawców mógł zaoferować dowolną cenę (pod warunkiem, że nie była ona wyższa niż kwota przeznaczona na dany przetarg w budżecie resortu). *"W każdej turze przetargu składane były dwie oferty, przy czym obie reprezentowały tylko jednego dostawcę sprzętu, a zaproponowane ceny były zbliżone do budżetu resortu."* M.Zielke, PB, 12.12.2005

Brak konkurencji w przetargach był możliwy także dzięki temu, iż z przetargu na dostawę komputerów wycofali się dostawcy Della i HP. Natomiast serwery, notebooki i skanery tych producentów znalazły się w ofercie uczestników przetargów.

Ostatnią przeszkodą w rozstrzygnięciu przetargów bez konieczności składania konkurencyjnych ofert była tradycyjna rywalizacja producentów procesorów tj. AMD oraz Intela. W normalnych warunkach każda z tych firm podejmuje starania, aby to komputery z jej procesorami były przedmiotem zamówienia. Tym razem jednak tak się nie stało. A to dzięki temu, iż w dwóch przetargach zaoferowano komputery wyłącznie z procesorami AMD a w dwóch pozostałych z procesorami Intela. Każdy z producentów otrzymał więc możliwość realizacji dużego zamówienia bez konieczności stosowania konkurencyjnych cen.

Uczestnicy przetargów w pełni wykorzystali stworzone im możliwości i złożyli oferty tylko minimalnie niższe od budżetu resortu. Resort przeznaczył na realizację zamówień komputerów 249,1 mln zł, a wydał 246,5 mln zł. Co oznacza, że w kasie resortu zostało ok. 1% kwoty budżetu. Dla porównania, w poprzednich latach kiedy w przetargach były składane konkurencyjne oferty w kasie resortu zostawało ok. 10% planowanych wydatków.

Patologie w przetargu do MEN drogo kosztowały budżet i stają się przedmiotem postępowań organów kontroli.

Według ocen uczestników rynku zastosowane przez dostawców marże dochodziły nawet do 15% i przekroczyły wielokrotnie zwykłe marże handlowe. We wcześniejszych przetargach, rozstrzyganych w warunkach konkurencji, marże wynosiły ok. 2-5%. Wiele wskazuje na to, że Ministerstwo taniej mogło kupić komputery dla szkół na wolnym rynku, niż w przetargach, które w założeniu, poprzez stworzenie szczególnie konkurencyjnych warunków, mają zmierzać do obniżenia ceny.

Na skutek kontroli NIK do prokuratury skierowano szereg wniosków o wszczęcie postępowania w stosunku do pracowników resortu. Jest jednak oczywiste, iż nie działali oni w próżni lecz ich działania miały ścisły związek z dostawami komputerów pochodzącymi od określonych dostawców.

Organem ustawowo powołanym do kontroli przestrzegania zasad konkurencji jest Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów. Jak dotąd brak jest oficjalnej informacji aby Organ ten zajął się przedstawionymi zdarzeniami i aby ktokolwiek złożył wniosek o podjęcie takiego postępowania. Wiadomo jednak, iż Organ ten wielokrotnie podejmował działalność z urzędu, bez żadnego formalnego wniosku, w nieporównywalnie mniej istotnych dla konkurencji i konsumentów sprawach. Stąd jest dużym ryzykiem dla uczestników przetargów do MEN ewentualne postępowanie wyjaśniające w przedmiotowym zakresie.

UOKiK może zbadać przetargi do MEN i nałożyć wysokie kary.

Niedozwolone porozumienia ograniczające konkurencję czyli takie porozumienia pomiędzy uczestnikami rynku, w wyniku których mogłoby dojść do wyłączenia konkurencji pomiędzy tymi uczestnikami zalicza się do najbardziej szkodliwych i najsurowiej zwalczanych naruszeń konkurencji. Są to naruszenia tyleż groźne co trudne do udowodnienia. Stąd czasem tłumaczy się niechęć organów Państwa do zajmowania się takimi porozumieniami, trudnością prowadzenia postępowania dowodowego. Otóż w niniejszej sprawie doszło do bezprecedensowego wyznania ze strony niektórych uczestników przetargów. Indagowani przez dziennikarzy, zaniepokojonych całym zjawiskiem, przyznali istnienie pomiędzy nimi kompromisu. A przecież kompromis to nic innego jak właśnie porozumienie. Przyznali publicznie, iż w związku z przetargami istniało pomiędzy nimi porozumienie. Wydaje się, iż w takiej sytuacji wszczęcie odpowiedniego postępowania powinno być jedynie kwestią czasu. Warto przypomnieć, iż w głośnej ostatnio sprawie Polifarbu, która wydaje się jednak mniejszego kalibru niż sprawa przetargów, Urząd do jej wyjaśnienia zastosował policyjne środki i ukarał uczestników porozumienia karą w wysokości ponad 110 mln zł.

W przypadku stwierdzenia, iż kompromis dostawców miał cechy niedozwolonego porozumienia, dostawcom grozi kara ze strony urzędu w wysokości do 10% ich ogólnych rocznych przychodów. Nawet gdyby kara została naliczona w niższej wysokości, np. nie od kwoty całych przychodów ale od tej części, która została uzyskana w wyniku zawarcia niedozwolonego porozumienia, to i tak będzie to kwota bardzo wysoka.

Nie jest także wykluczone, że niezależnie od stanowiska polskich organów, sprawą mogą się zająć odpowiednie organy instytucji, z której pochodziły wydatkowane w przetargach środki, tj. organy Unii Europejskiej. Są one bowiem żywotnie zainteresowane sposobem wydatkowania środków na straży których zostały postawione. Bodźcem do działania dla tych organów może być postępowanie niemieckiego dystrybutora sprzętu komputerowego firmy "Maxdata", która zburzenie "niezdrowego układu" już nawet zapowiedziała publicznie.

Przetarg do MEN pozwolił dostawcom, takim jak NTT odnotować wyjątkowo korzystny wynik finansowy. Wobec faktu narastającego niezadowolenia i determinacji wyłączonych z gry uczestników rynku a także coraz częściej pojawiających podejrzeń i zarzutów, znajdujących już częściowe potwierdzenie w raporcie NIK, wyniki uzyskiwane przez dostawców sprzętu w ramach zamówień publicznych mogą być bardzo trudne do powtórzenia w przyszłości. Nie jest także wykluczone, iż jeżeli odpowiednie organy Państwa podejmą się zadania gruntownego wyjaśnienia okoliczności przeprowadzenia przetargów to uzyskane w latach wcześniejszych zyski dostawców sprzętu zostaną zweryfikowane.

Naszym zdaniem wskazane wyżej ryzyko jest jednym z najważniejszych dla firm mających swój udział w realizacji dostaw komputerów do MEN, a więc i dla NTT System. Uważamy, iż Spółka zawdzięcza jednemu zdarzeniu nadzwyczaj wiele. Warto w tym miejscu zadać pytanie: Co byłoby gdyby NTT System nie realizowała dostaw dla MEN i nie uzyskała korzyści z tego tytułu? Jakie wówczas byłyby wyniki za 2005 i 2006 rok? W świetle możliwych postępowań dotyczących przetargu do MEN nie jest to wyłącznie hipotetyczne pytanie.

Wyjątkowy przetarg źródłem ryzyka prawnego oraz braku powtarzalności wyników.

Pomijając nawet ewentualne konsekwencje dla Spółki mogące wynikać z prowadzonych postępowań w sprawie przetargu do MEN należy podkreślić, iż ocena działalności oparta w dużej mierze na udziale w jednym – nawet najbardziej zyskowym – przedsięwzięciu jest obciążona wysokim ryzykiem braku powtarzalności.

Ponadto zamieszanie w branży IT wywołane kontrowersyjnym przebiegiem przetargu do MEN wyraźnie prowadzi do „ucywilizowania” kolejnych publicznych przetargów, w związku z czym należy oczekiwać, że marże uzyskiwane przez dostawców sprzętu komputerowego będą nieporównywalnie niższe od osiągniętych w przetargu do MEN z 2005.

Montaż B-brandy

Na czym chce oprzeć swój sukces giełdowy spółka NTT System S.A.? NTT jest dużym lokalnym składaczem (ang. assembler) średniej klasy zestawów komputerowych. Komputery składane przez NTT należą do tzw. B-brandów, czyli lokalnych marek. B-brandy nie są w stanie konkurować w rozpoznaniu marki z największymi światowymi graczami (A-brandami) i wydawaniu olbrzymich środków na marketing i promocję, a jednocześnie muszą konkurować ceną i kosztami z tzw. małym montażem - C-brandy. Nie dość tego, mały montaż konkuruje elastycznością, możliwościami dostosowania składanego zestawu do potrzeb klienta oraz, oczywiście, kosztami.

W przypadku B-brandów trudno mówić, iż mamy do czynienia z innowacyjną technologią, gdyż to samo w Polsce robi z sukcesem kilka tysięcy podmiotów gospodarczych tylko na mniejszą skalę. Co więcej, istnieje ryzyko, iż w średnim okresie nie będzie na świecie zbyt wiele miejsca dla producentów lokalnych marek. By utrzymać się na rynku wykorzystując efekt skali działalności niezbędne wydają się olbrzymie środki na marketing, promocję, rozwój – dostępne jedynie dla największych światowych gigantów: Lenovo (d. IBM), Dell, HP. Z drugiej strony B-brandy musi ostro konkurować cenowo i kosztowo z małym montażem PC-tów, gdzie główną przewagą poza niskimi kosztami są zalety wynikające z mikroskali działalności i bliskich relacji z klientem.

Liderzy rynku (A-Brandy) ze względu na efekt skali mają znaczącą konkurencyjną przewagę w postaci niższych kosztów komponentów. Ewentualna przewaga kosztowa B-Brandów może polegać na niższych wydatkach pracowniczych. Jednak w dobie globalizacji nie jest to już tak jednoznaczna ocena. Poza tym to nie koszty pracy są rozstrzygające, ważna jest efektywność i wydajność przyjętych rozwiązań. Z pewnością przewagę w tym zakresie mają producenci A-brandy dysponujący odpowiednim know-how i metodologią prowadzenia biznesu w ujęciu globalnym. Co więc pozostaje producentom typu Optimus, NTT, bądź wcześniej JTT? Mogą konkurować tańszymi konfiguracjami jakich ze względów wizerunkowych nie zaoferują producenci A-brandowi. Jednak taka strategia tylko prowadzi do deprecjacji marki, poza tym koszty montażu komputera w przypadku droższej konfiguracji i konfiguracji poniżej standardu są podobne. W rezultacie producent B-brandy bardziej konkuruje z segmentem C niż z A.

Segment C ma natomiast niezaprzeczalne mocne strony i duży udział w rynku. Dlaczego? Odpowiedzią jest personalizacja produktu i szeroko rozumiane wsparcie serwisowo-szkoleniowe. Paradoksalnie stosunek nakładów na serwis i szkolenie do wartości produktu jest najwyższy właśnie w segmencie C. Lokalni składacze PC-tów są w istocie nie tylko producentami ale także doradcami swoich klientów. Segment C to niewielkie firmy (często jednoosobowe) dla których ważny jest każdy klient. Mały montaż konkuruje: [1] relacją z klientem, tutaj wartością jest nie tylko sam produkt (materialny) ale „bliskość” serwisu i „darmowego szkolenia” [2] niskimi kosztami stałymi, [3] opłatami i podatkami wynikającymi z nieewidencjonowania pełnej sprzedaży bądź braku rejestracji działalności gospodarczej.

B-brandy w otoczeniu światowych gigantów i małego montażu.

A-brandy dysponują efektem skali i marką.

Segment C charakteryzuje elastyczność produktowa, bliskie relacje z klientem i niskie koszty działalności.

Segment C to często bardziej świadczona praca przez osoby parające się składaniem PC-tów niż firma. Stosowne jest porównanie do pracy farmaceuty. Na konkurencyjnym rynku (wiele aptek) może się okazać, iż inwestycja biznesowa w sieć aptek będzie mało atrakcyjna, jednak dla farmaceuty może być dobrym biznesem-pracą prowadzenie własnej apteki.

Produkcja w segmencie B-brandy może oznaczać ślepą uliczkę. Warto zauważyć, iż w ostatnich latach mieliśmy do czynienia z dobrą koniunkturą i bardzo szybkim wzrostem rynku IT. Należy się jednak zastanowić co pozostanie po producentach B-brandy w przypadku dekonunktury. Dekoniunktura oznacza przede wszystkim wolne moce produkcyjne, także w segmencie A – co najpewniej przełoży się na zagospodarowanie przez liderów branży dotychczas pomijanych – mniej rentownych – rynków zbytu. Co ważne, w ocenie elastyczności producentów A-brandy to fakt, iż są oni zorientowani właśnie na klienta indywidualnego – przecząc powszechnemu przekonaniu, iż masowa produkcja jest nastawiona na obsługę wielkich klientów: przetargi publiczne, sieci hipermarketów. Otóż najważniejszy jest klient indywidualny – bezpośrednia sprzedaż markowego produktu okazuje się najzwyczajniej modelem najbardziej zyskowym. *„Amerykański producent (DELL) zbudował swoją pozycję dzięki bezpośredniej sprzedaży systemów komputerowych konfigurowanych przez klientów poprzez internetowy system zamówień. Skrócenie czasu dostawy i obniżenie kosztów to efekt m.in. eliminacji tradycyjnego kanału sprzedaży, pominięcia pośredników - dystrybutorów i resellerów.”* A.Maciejewski Computerworld 19.09.2006.

**B-brandy
narażone na
ryzyko zmiany
koniunktury**

Uważamy, iż recesja dotknie w pierwszej kolejności producentów B-brandy, a nie globalnych operatorów A-brandy, czy składaczy segmentu C. Wydaje się, iż segment B w czasie recesji traci wszelkie przewagi konkurencyjne. Segment ten może być jednak dochodowym modelem w chwili gdy podaż sprzętu komputerowego nie nadąży za popytem. Taki właśnie okres mieliśmy na rynku IT w ostatnim czasie.

Jak można zauważyć po NTT, ale także JTT czy OPTIMUS firmy te bardzo często „były uzależnione” od konieczności „efektywnego” – w szerokim tego słowa znaczeniu – uczestniczenia w publicznych przetargach. Właśnie na tym polu miały największe sukcesy, jak i porażki. To specyficzne rozwiązania w zakresie „reeksportu”, szukania luk w systemie prawno-podatkowym generowały największą wartość dodaną tych przedsięwzięć.

Dostrzegamy także inne przewagi konkurencyjne segmentu A nad B, które odgrywają lub będą odgrywały znaczenie w przyszłości w postaci oryginalności i niepowtarzalności produktu. Wielcy operatorzy jak HP, DELL mogą zarezerwować dla siebie patenty sprzętowe i programowe. Uważamy, iż ta przewaga będzie w przyszłości nabierała fundamentalnego znaczenia i decydowała o wartości dodanej produktów z segmentu A-brandy.

**Przewaga
technologiczna
i ochrona
patentowa
A-brandy**

Dystrybucja i sprzedaż

50% przychodów NTT System stanowi dystrybucja sprzętu informatycznego, jest to działalność o znacznie niższej rentowności niż skład komputerów. Poza tym Spółka rywalizuje na rynku z podmiotami o wielokrotnie większej skali działalności.

Największe firmy sprzedające produkty informatyczne do dalszej odsprzedaży w Polsce w 2005r.

Nazwa firmy	Przychody z dystrybucji sprzętu informatycznego				Przychody ze sprzedaży		Zmiana 05/04 %
	2005		2004		2005	2004	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	tys. zł	
RAZEM	10 101 126	64	7 430 261	55	15 676 819	13 416 571	17
ABC Data	1 679 754	100	1 436 366	100	1 679 754	1 436 366	17
Tech Data Polska	1 277 200	100	1 071 100	100	1 277 200	1 071 100	19
Action	1 250 000	100	878 215	80	1 250 000	1 097 769	14
AB	981 357	100	778 295	100	981 357	778 295	26
Incom	905 000	100	680 000	100	905 000	680 000	33
Pronox Technology	386 699	98	385 718	100	394 591	387 165	2
NTT	231 500	50	200 743	50	463 000	401 487	15
Optimus	229 848	95	82 457	39	241 945	211 972	14
Vobis Microcomputer	201 315	41	b.d.	b.d.	491 012	398 323	23
Veracomp	197 000	100	183 000	100	197 000	183 000	8
Pozostali	2 761 453	-	1 734 367	-	7 795 960	6 771 094	15

Źródło: Raport Teleinfo 500, 2006r.

Jak widać w powyższej tabelce NTT daleko jest do czołówki firm dystrybucyjnych. W dystrybucji sprzętu informatycznego skala działalności ma fundamentalne znaczenie, przy niewielkich marżach to upusty i bonusy za wielkość sprzedaży decydują o rentowności biznesu. Trudno więc mówić w przypadku NTT aby miał przewagę kosztową wynikającą ze skali sprzedaży.

Brak efektu skali w relacji do liderów rynku i niskorentowne kanały sprzedaży

Z drugiej strony, również kanały sprzedaży nie należą do tych, które generowałyby wysoką rentowność. 2/3 sprzedaży NTT realizowane jest do sieci handlowych i hurtowni (w przybliżeniu oba kanały mają zbliżoną wielkość sprzedaży).

Sprzedaż do sieci handlowych stanowi 36,6% wartości sprzedaży NTT. Do tej kategorii zaliczane są sieci AGD RTV, sieci super- i hipermarketów oraz sklepy cash & carry. Do najważniejszych klientów Emitenta tego kanału dystrybucji należą: Carrefour, Makro Cash and Carry, Media Markt, Real, Saturn oraz Tesco. Sieci są najbardziej wymagającym klientem! Nie boją się HP i Microsoftu, a co dopiero średniej wielkości producenta polskich komputerów. Warunki cenowe i serwisowe narzucane przez hipermarkety są trudne do zaakceptowania przez dostawców, zwłaszcza niemarkowych produktów.

Do odbiorców gdzie Spółka może liczyć na wyższe marże należą integratorzy, jednak i ten rynek jest bardzo wymagający.

Wydaje się, iż szczególne premie Spółka jest w stanie realizować wyłącznie na większych przetargach gdzie wydatkowane są publiczne pieniądze. Jednak jak wskazaliśmy wcześniej taką strategię uważamy za ryzykowną, ponadto wzrost przejrzystości przetargów publicznych będzie powodował zmniejszanie się rentowności takich dostaw, a w szczególności będzie wykluczał sytuacje gdzie podmiot lub grupa podmiotów byłaby w stanie uzyskać nieuzasadnioną odbiegającą od rynkowej rentowność dostaw.

Naszym zdaniem NTT System wyróżnia – in minus – na tle konkurencji praktycznie śladowa sprzedaż bezpośrednia. Jest to segment rynku gdzie konkurencja Spółki realizuje wysokie marże. Ponadto jest to stabilny kanał sprzedaży. Najmocniejsi konkurenci NTT System zbudowali albo własne, albo oparte na franszyzie sieci sprzedaży.

Zwracamy uwagę, że NTT będąc jednocześnie producentem komputerów i dystrybutorem obcych marek konkuruje ze swoimi dostawcami(!) Taka sytuacja zasadniczo komplikuje relacje Spółki z partnerami biznesowymi. Trudno oczekiwać aby NTT mogło liczyć na specjalne premie i bonusy od dostawców.

NTT w roli producenta i dystrybutora obcych marek

Powstanie duży zakład DELL-a w Polsce

We wrześniu 2006 roku DELL podpisał umowę dotyczącą budowy nowego zakładu produkcji komputerów stacjonarnych i przenośnych w Łodzi – łączna wartość inwestycji wyniesie około 200 mln EUR.

Oczekiwane
zaostrenie
konkurencji po
otwarcu
fabryki DELL-a

NTT System kładący nacisk w prospekcie emisyjnym na przedstawienie swojej działalności produkcyjnej, która charakteryzuje się wyższą rentownością niż dystrybucja i ma stanowić coraz większy udział procentowy w sprzedaży Spółki nie odnotował w czynnikach ryzyka takiego drobnego faktu jak powstanie dużego zakładu w Polsce należącego do jednego z dwóch największych światowych producentów komputerów...

Być może jest to tylko całkowicie niezmierna pomyłka Spółki i znajdziemy stosowne wyjaśnienia w erracie do prospektu, gdyż trudno sobie wyobrazić aby producent komputerów mógł pominąć tak ważną informację w czynnikach ryzyka. Specjalistyczna prasa jest pełna spekulacji na temat wpływu inwestycji DELL-a na polski rynek. Poziom ryzyka dla polskich podmiotów, a już bezpośrednio odnoszący się do producentów komputerów, pokazuje chociażby tytuł z artykułu w COMPUTERWORLD z 19.09.2006: „Polski efekt Della – czy łódzka fabryka zmieni polski rynek PC?” Z aktualnej wersji prospektu emisyjnego NTT System można by wnosić, że Spółka nie widzi ryzyka związanego z budową zakładu DELL-a?

PODSUMOWANIE

Naszym zdaniem NTT System brakuje zarówno średnio jak i długoterminowych przewag konkurencyjnych. Spółka jest producentem jak i dystrybutorem produktów informatycznych – co implikuje konflikty interesów z kontrahentami.

Za rzecz podstawową przy ocenie NTT uznajemy opinię, że segment produkcji B-brandy jest narażony na największe ryzyko podczas dekoniunktury. Natomiast na rynku dystrybucji NTT nie należy do czołówki firm, skąd wynika relatywny brak efektu skali działalności.

Równocześnie Spółce brak rentownego i pewnego kanału dystrybucji w postaci rozwiniętej sprzedaży bezpośredniej. Wyrażamy przekonanie, że konkurencyjne firmy – zwłaszcza stricte dystrybucyjne – prezentują się dużo lepiej. Skład PC-tów w segmencie B-brandy uważamy za działalność nieperspektywiczną.

Ponadto zwracamy uwagę na ryzyko prawne związane z przetargiem do MEN oraz generalnie na nieprzewidywalność skali i rentowności zleceń realizowanych na rzecz instytucji publicznych, przy czym przewidujemy wzrost transparentności przetargów i związane z tym coraz niższe marże dostawców, w szczególności wobec firm oferujących produkty nie wyróżniające się technologicznymi rozwiązaniami.

Jarosław Supłacz