

مشاور سرمایه گذاری
مدبران هما



تحلیل بنیادی شرکت

همکاران سیستم

اسفند ماه ۱۳۹۸

تهیه کننده: سحر زاهدی فرد



خلاصه مدیریتی

پیشنهاد برای بازه یک ساله:
توصیه خرید همکاران سیستم

۱۵،۱۰۷	قیمت امروز (ریال)
۱۹،۰۳۴	ارزش بازار امروز (میلیارد ریال)
۱،۲۶	تعداد سهم (میلیارد)
۲۰٪	نسبت شناوری آزاد
۱۳،۱	متوسط ارزش معاملات روزانه
۲۵۱٪	رشد قیمت یک ساله
۶۳٪	رشد قیمت ۹۰ روزه
۱۳،۲	(P/E) (پیش بینی ۹۸)
۷،۸	(P/E) (پیش بینی ۹۹)
۵،۶	EV/Revenue (پیش بینی ۹۸)
۳،۹	EV/Revenue (پیش بینی ۹۹)
۱۲،۳	EV/EBITDA (پیش بینی ۹۸)
۸،۷	EV/EBITDA (پیش بینی ۹۹)
۳۵٪	ROIC (۹۷)
۴۱٪	بازده حقوق صاحبان سهام (۹۷)

قیمت برآوردی سهم با استفاده از سه روش

Multiple	DDM	DCF
۳۵،۰۰۰	۲۳،۷۷۱	۲۵،۸۲۱

همکاران سیستم به عنوان یکی از قوی ترین و خوشنام ترین شرکت های تولید کننده نرم افزار و به طور خاص پیشرو بازار ایران در "نرم افزار سازمانی" به خوبی توانسته است در شرایط مختلف اقتصادی با حفظ حاشیه سود بالا، رشد بسیار مطلوبی در درآمد و سود عملیاتی رقم بزند. تداوم رشد سودآوری با توجه ویژه به ساختار هزینه ها، چیدمان بهینه محصولات و خدمات قابل ارائه به بازار، روش های نوین بازاریابی برای جذب مشتریان جدید و حفظ مشتریان قبلی به وضوح برای این شرکت قابل انتظار است. این شرکت به عنوان یک کسب و کار پایدار و قدرتمند دارای مشخصه هایی مانند بازار های هدف تقسیم بندی شده و مشخص، برند قوی و شناخته شده، خدمات شخصی سازی شده برای مشتریان، مشارکت و همکاری با سایر شرکت ها مانند برون سپاری برخی خدمات و توانایی بالای نگهداشت مشتری است.

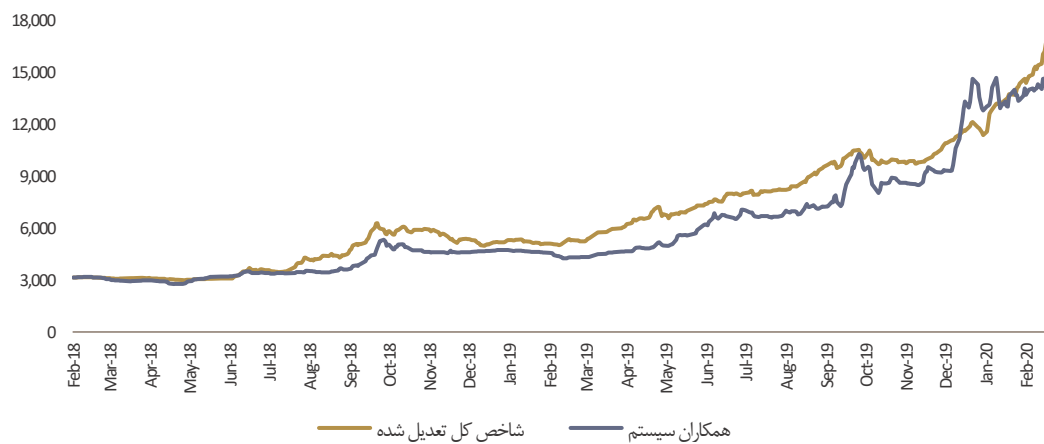
ارزشمند ترین منابع تولید در همکاران سیستم نیروی انسانی خبره است. فرهنگ کاری قوی در مجموعه همکاران سیستم، همخوانی و پیشروی با روند توسعه جهانی در نرم افزارهای سازمانی، توسعه مسیر شغلی و تقویت سیستم انگیزش کارکنان این شرکت را تبدیل به شرکتی بروز، نو آور و چابک کرده است که همواره مورد علاقه و توجه نیروی کار خبره و متخصص است.

فرصت های ادغام و تملیک برای شرکت قدرتمندی مانند همکاران سیستم از گزینه هایی است که موفقیت آن را در بلند مدت تضمین خواهد کرد. همانطور که در سال اخیر اقدامات بسیار مثبتی در این زمینه انجام شده است. بدین ترتیب سپردن اجرای عملیات با سطح کیفیت مشخص با مجموعه های دیگر، تسلط شرکت بر بازار مشتریان و محصولات استراتژیک بیشتر شده و تمرکز بر سودآوری خواهد بود.

همکاران سیستم به عنوان یک سهم رشدی و با ریسک بسیار پایین گزینه مناسبی برای سرمایه گذاری میان مدت و بلند مدت به نظر می رسد.



مقایسه قیمت سهم و شاخص کل تعدیل شده (۲ساله)





فهرست مطالب

۲.....	خلاصه مدیریتی.....
۵.....	مقدمه.....
۶.....	مدل کسب و کار شرکت.....
۶.....	درآمد.....
۶.....	پشتیبانی.....
۷.....	فروش.....
۷.....	خدمات نصب و استقرار.....
۸.....	هزینه ها و عوامل تاثیر گذار.....
۱۰.....	محیط بازار.....
۱۱.....	مدیریت و حاکمیت شرکتی.....
۱۲.....	منابع رشد درآمد.....
۱۳.....	دارایی ها.....
۱۴.....	تحلیل ترازنامه.....
۱۵.....	ارزشگذاری.....
۱۶.....	عرضه اولیه سپیدار سیستم.....



مقدمه

شرکت همکاران سیستم^۱ به عنوان بزرگترین شرکت تولید کننده نرم افزار سازمانی در ایران شناخته می شود. این شرکت در سال ۱۳۶۸ تاسیس و در سال ۱۳۹۰ در بازار فرابورس پذیرفته شد. پس از حدود ۵ سال در اواخر سال ۱۳۹۶ با پشت سر گذاشتن استانداردهای مورد نیاز در بازار دوم بورس پذیرفته شد. در حال حاضر همکاران سیستم در برگیرنده ۳۱ شرکت زیر مجموعه شامل ۱۹ شرکت استانی، ۲۹ شرکت تحت لیسانس و ۱۲ شرکت تخصصی با بیش از ۱۵۰۰ کارمند است. نرم افزارهای تولیدی برای کسب و کارهای کوچک و متوسط در حوزه مدیریت فرایندهای کسب و کار و ابزارهای هوشمند تجاری است و برای شرکت های بزرگتر در صنایع تولیدی و خدماتی نرم افزارها و محصولات مدیریت منابع سازمانی (ERP) به بازار ارائه می شود. این شرکت تمامی خدمات مرتبط با فروش نرم افزار مانند استقرار، پشتیبانی فنی و آموزش را نیز بر عهده دارد. در سال ۱۳۹۳ برای پوشش بخش های مختلف بازار سه برند تجاری راهکاران، سپیدار و دشت را به بازار معرفی نمود. در حال حاضر این شرکت به عنوان دارنده بزرگترین سهم بازار بیش از ۵۷،۰۰۰ مشتری دارد. حدود ۴۵ درصد درآمد گروه به عنوان درآمد بخش پشتیبانی ماهیت تکرار شونده و رشدی دارد و حدود ۳۵ درصد از محل فروش نرم افزارهای جدید یا ماژول های جدید تامین می شود و باقی به درآمد استقرار و آموزش تعلق می گیرد.

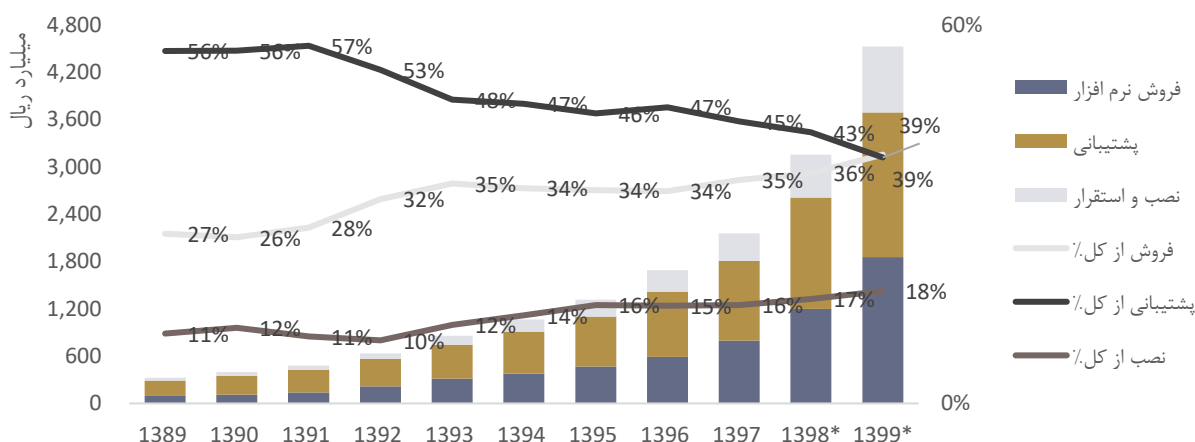
در این گزارش ابتدا به بررسی مدل کسب و کار شرکت می پردازیم سپس نگاهی به محیط بازار نرم افزارهای سازمانی می اندازیم. در ادامه پس از بررسی عملیات و صورت های مالی شرکت، تخمینی از ارزش ذاتی شرکت براساس روش های مختلف ارائه می شود.

در تمام گزارش حاضر، واژه شرکت اشاره به گروه شرکت های همکاران سیستم (تلفیق) دارد.^۱

مدل کسب و کار شرکت

درآمد

درآمد شرکت از سه بخش اصلی خدمات پشتیبانی، فروش نرم افزار و نصب آن تشکیل می گردد. طیف مشتریان همکاران سیستم از فروشگاه های کوچک و محلی تا سازمان های بزرگ (خصوصی و دولتی) همچون شرکت های پخش را در بر می گیرد. این مساله شرکت را در مقابل نوسان های تقاضا از سوی بخش های مختلف بازار ایمن کرده و از طرفی منجر به تثبیت برند شرکت در میان مشتریان می شود. در سال ۱۳۹۰ محصولات دشت و سپیدار مخصوص فروشگاه ها و کسب و کارهای متوسط توسط همکاران سیستم به بازار معرفی شد و در سال ۱۳۹۲ محصول راهکاران با هدف ارائه راهکارهای جامع سازمانی متشکل از ماژول های مالی، منابع انسانی، بهای تمام شده، انبارداری و غیره به بازار ارائه گردید. گفته می شود راهکاران به عنوان یک نرم افزار کامل بایستی بیش از ۱۵۰ ماژول داشته باشد که در حال حاضر این تعداد ۵۰ عدد است و از سوی دیگر بنگاه های اقتصادی فراوانی در کشور وجود دارند که هنوز از این خدمات بهره مند نشده اند. بنابراین جهت تولید نرم افزار و ارتقای آن همچنان فرصت های زیادی وجود دارد که پس از خرید ساختمان جدید شرکت در سال اخیر و افزایش ظرفیت تولید نرم افزار، قابل پاسخگویی است. بالطبع این ظرفیت بالقوه تولید نرم افزار و پاسخگویی به مشتریان نه تنها سبب فروش ماژول های بیشتر به مشتریان جدید می شود بلکه به نیازهای جدید مشتریان قبلی نیز پاسخ داده خواهد شد. با توجه به بهبود روز به روز نوآوری و ارائه محصولاتی که بازاریابی آن ها از سال های قبل آغاز شده است، پیش بینی میشود در دو سال آینده درآمد پشتیبانی حدود ۴۵ درصد از درآمد کل گروه را تشکیل دهد.



پشتیبانی

درآمد خدمات پشتیبانی از شاخه درآمدهای تاثیرگذار در شرکت های تولید کننده نرم افزاری است که با قطعیت بالایی میتوان آنرا پیش بینی نمود. معمولاً درصدی از مبلغ فروش نرم افزار به طور سالانه از مشتریان جهت ارائه سرویس پشتیبانی گرفته می شود که در حالت پایه با نرخ تورم (و یا بسته به محصول بیشتر از تورم) رشد می یابد. بنابراین درآمد پشتیبانی هر سال ناشی از فروش تجمعی سال های گذشته است. معمولاً بیش از ۵۰ درصد درآمد شرکت های مشابه همکاران سیستم پس از بلوغ به پشتیبانی اختصاص خواهد یافت که در این شرکت به دلیل معرفی محصولات و ماژول های جدید در سال های پس از ۱۳۹۲ و افزایش درآمد های ناشی از فروش قفل نرم افزار و خدمات نوین درآمد پشتیبانی سهم خود را به درآمد فروش و نصب نرم افزار های جدید داده است. در واقع این بخش از درآمد همواره سوپاپ اطمینانی برای جلوگیری از نوسان های غیر منطقی درآمد و سود شرکت محسوب می شود.



با توجه به اینکه همکاران سیستم در حال حاضر و در چند سال آینده به توسعه و نوآوری در نرم افزار راهکاران و خدمات ابری^۲ ادامه می دهد، پیش بینی می شود در میان مدت درآمد پشتیبانی شرکت کمتر از ۵۰ درصد از کل درآمد ها را به خود اختصاص دهد. به عنوان مثال شرکت SAP (نمونه آلمانی و بزرگترین ارائه دهنده نرم افزارهای سازمانی در دنیا) تا قبل از سال ۲۰۱۳ و ارائه خدمات ابری معمولاً حدود ۵۰ درصد از درآمد خود را به خدمات پشتیبانی اختصاص داده بود. اما در حال حاضر و با روند رو به افزایش توسعه و فروش خدمات ابری این نسبت به ۴۲ درصد در سال ۲۰۱۹ رسیده است.

فروش

براساس آخرین داده های موجود، بیش از ۷۵ درصد درآمد فروش نرم افزار مربوط به راهکاران، حدود ۱۴ درصد مربوط به دشت و سپیدار و ۱۰ درصد مربوط به اتوماسیون و نرم افزارهای دولتی است. مشتریان راهکاران معمولاً به دلیل هزینه بالای تغییر تامین کننده نرم افزار مورد استفاده خود، اصطلاحاً چسبندگی بیشتری به همکاران سیستم دارند و به راحتی نمی توانند تامین کننده خود را تغییر دهند. این مساله در کنار فروش ریالی بالا اهمیت راهکاران را به عنوان محصولی استراتژیک برای همکاران سیستم نشان میدهد. معمولاً مشتری های سازمانی برای اجتناب از هزینه اضافی تا جای ممکن با نرم افزار اولیه ادامه می دهند و این مساله میتواند در کنار سرویس پشتیبانی قدرتمند، ارتقای نرم افزار براساس نیاز های مشتری و آموزش مناسب منجر به نگه داشت مشتری در بلند مدت شود. بدین ترتیب می توان اولین بازاریابی ها برای محصولات و خدمات جدید را از مشتریان قدیم شروع کرد که نمونه آن را در یکی از بخش های درآمد فروش نرم افزار شرکت، یعنی ارتقای مشتریان دلفی (محصول قدیمی شرکت) به ماژول های راهکاران میتوان دید. حدود ۲۵۰۰ مشتری دلفی وجود دارند که با تخفیف و برنامه های انگیزشی قابلیت ارتقا به راهکاران دارند. در سال ۹۷ نرم افزارهای بیش از ۴۰۰ مشتری قدیمی به راهکاران ارتقا پیدا کرد.

محصولات سپیدار و دشت نیز با وجود اختصاص دادن درصد کمتری از فروش نسبت به راهکاران در حال حاضر محصولات با حاشیه سود بالاتری هستند. البته با مرور زمان و افزایش روزافزون مشتریان راهکاران می توان حاشیه سود بالایی از این محصول نیز انتظار داشت. محصول راهکاران ابری هم که تاکنون فروش کم اما با رشد سریع داشته است در سال های آینده مورد تقاضای بیشتری خواهد بود که حاشیه سود بسیار بالایی هم دارد.

نرم افزار سپیدار و راهکاران از چندین زبان شامل کشورهای همسایه پشتیبانی می کنند اما به دلیل مسائل امنیت نرم افزار، مالکیت کد و حضور برند های بین المللی امکان صادرات این محصولات در حال حاضر وجود ندارد. شاید بتوان این مساله را به عنوان فرصتی پیش روی شرکت در بلند مدت در نظر گرفت.

به طور کلی، به دلیل پوشش تمامی بخش های بازار توسط محصولات و خدمات همکاران سیستم و خدمات پشتیبانی بسیار قوی، این شرکت از قدرت درآمدزایی ماندگار و پایدار (sustainable) برخوردار است. این مساله در توانایی شرکت برای پاسخگویی به نیازهای آینده مشتریان از قبیل سرویس ابری، شخصی سازی نرم افزارها و توسعه ماژول های جدید بیشتر مشخص خواهد شد.

خدمات نصب و استقرار

معمولاً بسته به نیاز مشتری تیمی از جانب همکاران سیستم برای مدتی در شرکت مشتری مستقر شده و با نصب نرم افزار و آموزش پرسنل فرآیند تحویل محصول تکمیل می شود. یکی از اهداف همکاران سیستم در ارائه این سرویس، برون سپاری نصب و استقرار است. برون سپاری اینگونه خدمات در کنار مزایای بسیاری که دارد بایستی به دقت مورد نظارت و کنترل قرار گیرد تا آسیبی به برند شرکت وارد نشود. برون سپاری با وجود مزایایی مانند افزایش تمرکز روی کسب و کار اصلی شرکت، کاهش هزینه ها و افزایش انعطاف پذیری کارفرما میتواند منجر به

^۲ Cloud computing



افزایش وابستگی به پیمانکار و کاهش قدرت چانه زنی شود. به بیانی دیگر، یکی از معایب آن عدم کنترل مناسب از جانب شرکت کارفرما روی پیمانکار (vendor) در حفظ استانداردها و ارائه سطح سرویس مطلوب مشتری است. بنابراین انتظار می رود همکاران سیستم در انتخاب پیمانکار جهت برونسپاری خدمات نهایت دقت و سختگیری را داشته باشد.

چرا خدمات ابری؟

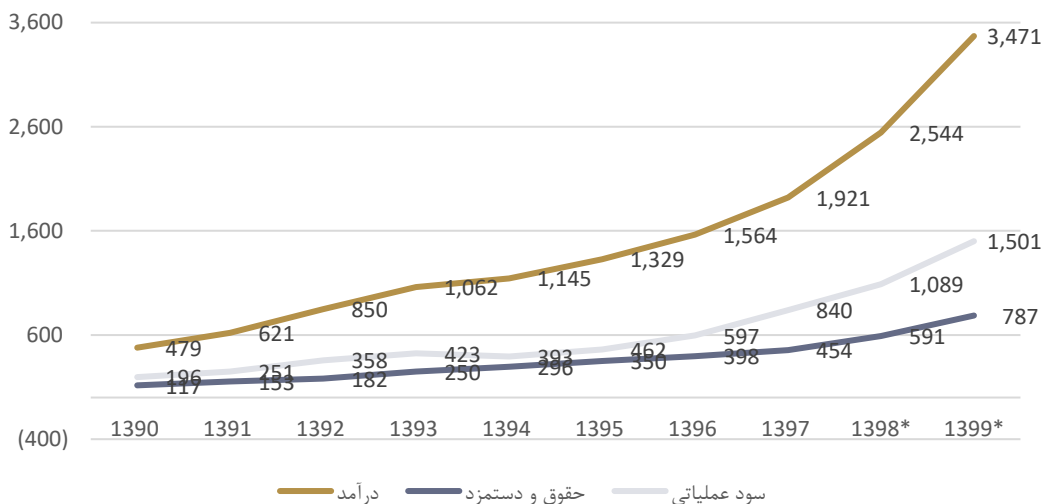
رایانش ابری مدلی برای امکان دسترسی آسان به منابع به اشتراک گذاشته شده مانند شبکه‌ها، سرورها، دستگاه‌های ذخیره‌سازی، برنامه‌های کاربردی و خدمات است که در هر مکان براساس تقاضای کاربر با اتصال به اینترنت در دسترس است. به نقل از آخرین گزارش همکاران سیستم: "یکی از سرخط‌های اصلی استراتژیک همکاران سیستم ارائه خدمات نرم افزاری بر بستر ابر با عنوان "راهکاران ابری" می باشد. در حال حاضر از هر سه مشتری جدید محصولات همکاران سیستم، یک مشتری راهکاران ابری را انتخاب می نماید". دلیل تمایل همکاران سیستم به سمت توسعه و فروش سیستم‌های ابری مقیاس پذیری در کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری برای مشتریان و سودآوری شرکت و تبدیل هزینه بالای سرمایه‌گذاری اولیه به هزینه‌های تدریجی عملیاتی، کاهش هزینه سخت افزار و زیرساخت‌های اطلاعاتی و هزینه آموزش در استفاده از رایانش ابری است. مخصوصاً برای کسب و کارهای کوچکتر که نیاز دارند با سرعت بیشتری ابعاد کسب و کار خود را افزایش دهند اما سرمایه کافی برای ایجاد اتاق‌های سرور و زیرساخت‌های سخت افزاری ندارند این سرویس گزینه بسیار خوبی است. در سمت مشتری، کاهش بار کاری دپارتمان IT مشتری‌ها و در نتیجه تخصیص زمان و انرژی برای فعالیت‌های نوآورانه مرتبط با فعالیت شرکت، در دسترس پذیری همیشگی، مقیاس پذیری متناسب با حجم داده‌هایی که روز به روز افزایش می‌یابند، امنیت بالاتر، سرعت و بهره‌وری بالاتر در اجرا و نصب، امکان گزارش‌های تحلیلی کسب و کار، همه از مزایای استفاده از خدمات ابری برای مشتریان است.

شرکت ابرآمد با هدف عرضه طیف گسترده‌ای از خدمات رایانش ابری و با همکاری استراتژیک شرکت رمیس که مجموعه‌ای معتبر در زمینه‌ی تامین تجهیزات، راه‌اندازی و نگهداشت سرویس زیرساختی است، تاسیس شد. در نتیجه همکاران سیستم علاوه بر ارائه نرم افزار سازمانی بر پایه رایانش ابری سرویس‌های دیگری شامل دیتا سنتر مجازی، ابر خصوصی، سرویس پشتیبان‌گیری، سرویس شرایط بحرانی، پردازش گرافیکی، سرویس پلتفرم و CDN را نیز به مشتریان ارائه خواهد داد.

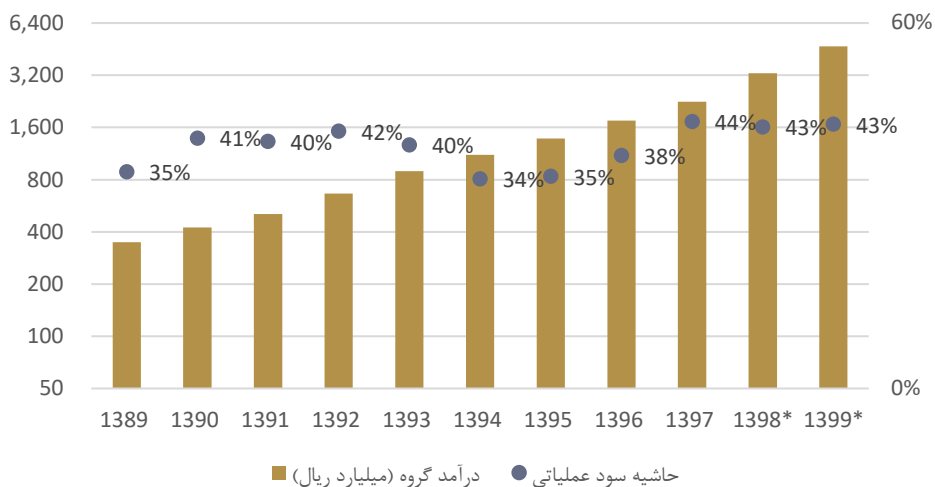
هزینه‌ها و عوامل تاثیر گذار

هزینه اصلی همکاران سیستم هزینه نیروی انسانی است. این هزینه در بخش توسعه دهندگان نرم افزار بیشتر ماهیت هزینه ثابت و در بخش کارکنان پشتیبانی و استقرار ماهیت هزینه‌های متغیر دارد که با افزایش فروش و ارائه خدمات رشد می‌یابند. بنابراین در بخش توسعه دهندگان میتوان با افزایش تعداد مشتریان جدید از مزیت **economy of scale** برخوردار شد. در ادامه روند افزایش نیروی کار و سود عملیاتی ایجاد شده توسط هر نیروی کار در گروه همکاران سیستم مشاهده می‌گردد. در نمودار زیر مشاهده می‌گردد که از سال ۱۳۹۶ درآمدها با سرعت بیشتری از هزینه‌ها جلو افتاده است و در نتیجه نمودارهای سود عملیاتی و هزینه هر نیروی کار از هم فاصله گرفته‌اند. نهایتاً با افزایش بهره‌وری و رشد فروش که میتواند ناشی از محصولات جدید نوآورانه با همان ظرفیت نیروی انسانی (اقتصاد مقیاس) و افزایش قیمت محصولات و خدمات حداقل به اندازه تورم سالانه باشد، سودآوری شرکت افزایش یابد.

به ازای هر نیروی کار (میلیون ریال در سال)



نمودار بالا نشان می دهد شرکت در سالهای ۹۴، ۹۵ و ۹۶ در حال افزایش نیروی انسانی (میانگین ۱۰٪) بوده و از طرفی حقوق و مزایا حدود ۱۷٪ رشد نموده است. اما درآمد "فروش" نرم افزار رشدی حدود ۲۴٪ را تجربه نموده است. این مساله سبب شده است در این سال ها حاشیه سود شرکت افت اندکی تجربه نماید. دلیل پیش بینی حاشیه سود ۴۲ و ۴۴ درصدی برای سال های ۹۸ و ۹۹ استفاده از مزیت صرفه به مقیاس در فروش راهکاران در این سالها، فروش محصولات با حاشیه سود بالاتر مانند راهکاران ابری، افزایش نرخ فروش محصولات به واسطه تورم، و افزایش بهره وری نیروی انسانی در شرکت است. همچنین با توجه به سرمایه گذاری های انجام شده برای خرید ساختمان و فراهم نمودن فضای کاری امکان افزایش چشم گیر درآمد به واسطه رشد تعداد نیروهای متخصص بدون نیاز به سرمایه گذاری هنگفت وجود دارد. در ادامه روند رشد درآمد گروه و حاشیه سود عملیاتی آن را مشاهده می کنید. همانطور که نشان داده شده، میانگین حاشیه سود عملیاتی شرکت ۴۰ درصد بوده است.





محیط بازار

همکاران سیستم سابقه حضور چندین ساله در بازار نرم افزارهای سازمانی دارد. نقطه قوت همکاران سیستم به خصوص در سال های اخیر در کنار خدمات پشتیبانی قوی، ارائه ماژول های متنوع راهکاران و خدمات نوین مانند فرایار (قابلیت شخصی سازی نرم افزار توسط خود مشتری) و خدمات ابری بوده است که سبب شده در حال حاضر همکاران سیستم از سایر رقبایش پیشی بگیرد. با این وجود، در بخش اتوماسیون و فرایندهای اداری برخی رقبا عملکرد بهتری نسبت به همکاران سیستم داشته اند. شرکت های رابورز، گروه نرم افزاری پیوست، شرکت فراگستر، چارگون، طرفه نگار، رای بین، حساب یاران و بسیاری دیگر از بازیگران این بخش از بازار هستند که رقبای جدی همکاران سیستم در این بخش از بازار مشتریان محسوب می شوند. در این بخش از مشتریان اتوماسیون اداری معمولاً برخورداری از شبکه ارتباطی قوی در صنوف مختلف، ارتباطات دولتی و سازمانی، معرفی و بازاریابی محصول در محل مشتری و انعقاد قرارداد با شرکت های پرداخت و بانک ها جهت اتصال به صندوق های فروشگاه های یا تجهیزات پرداخت و غیره در افزایش سهم بازار تاثیر بالایی دارد. در بخش مشتریان بزرگ سازمانی، رقبا بیشتر شامل شرکت های ایرانی هستند که با آموزش و نصب نرم افزارهای ERP مشهور دنیا مانند SAP و Oracle به نیاز این بخش از بازار پاسخ داده اند. اما همکاران سیستم با توسعه داخلی نرم افزار های ERP و توانایی بومی سازی نیازهای مشتریان توانسته است جایگاه خوبی در میان شرکت های بزرگ پیدا کند. در ادامه با تحلیل پنج نیروی رقابتی پورتر به بررسی بیشتر بازار می پردازیم.

نرم افزارهای خاص تولیدی شرکت، برند شناخته شده بواسطه حضور در بازارهای مختلف، چسبندگی مشتریان و هزینه بالای تغییر تامین کننده برای مشتریان از موانع ورود رقبای بالقوه به بازار است. همکاران سیستم به عنوان شرکتی نوآور سعی نموده است با ارائه فرایار (قابلیت شخصی سازی نرم افزار توسط خود مشتری) و راهکارهای تحت وب (خدمات ابری) نقاط تمایزی با سایر محصولات بازار ایجاد نماید. بازار مشتریان این شرکت به دو بخش اصلی شرکت های کوچک و متوسط (SME) و شرکت های بزرگ تقسیم می شود. در بخش محصولات مربوط به SME ها تراکم رقبای موجود به مراتب بیشتر است و به طور کلی موانع ورود این بازار پایین تر ارزیابی می شود و در نتیجه تمرکز ویژه همکاران سیستم برای توسعه محصولات و خدمات جدید، نحوه قیمت گذاری و بازاریابی برای حفظ سهم بازار در این بخش را می طلبد. محصولات و خدمات رقبا نسبتاً مشابه بوده و رقابت شدیدتر و حساسیت به قیمت نیز بالاتر است. در واقع مزیت رقابتی همکاران سیستم حضور پررنگ در بازار شرکت های بزرگ و ارائه خدمات پشتیبانی، نصب و استقرار "متناسب با نیاز این نوع مشتریان" است که نیاز به تجربه ارائه محصول و خدمات در صنایع مختلف و نیروی انسانی متخصص دارد که همکاران سیستم به خوبی از آن برخوردار است.

همکاران سیستم به عنوان یکی از اولین شرکت هایی که در ۲۰ سال گذشته به این بازار ورود پیدا کرده است قادر است با تکیه بر تجربه چندین ساله در ارائه خدمات به صنایع مختلف، جایگاه خود را نه تنها در همین سطح حفظ کند بلکه با بهره بردن از صرفه مقیاس و استفاده از به روش های (Best practice) خود نیازهای جدید صنایع مختلف را مرتفع سازد.

در حال حاضر با توجه به شرایط کشور، امکان ورود رقبای خارجی بسیار پایین هست. همچنین رقابت در بازار داخلی نشان می دهد که فضای زیادی برای ورود رقبای جدید داخلی هم وجود ندارد و حتی ممکن است با بالا رفتن رقابت و هزینه ها برخی از بازیگران ضعیف تر از بازار خارج شوند. با توجه به تعداد بالای رقبا و شرکت های مشابه در این صنعت بخصوص در رده مشتریان کوچک و متوسط، فرایندهای ادغام و تملیک توسط شرکت های بزرگتر مانند همکاران سیستم و باقی شرکت های پیشتاز در سایر بخش های بازار می تواند گزینه مناسبی برای ادامه رشد باشد.

تامین کنندگان اصلی در این صنعت، درواقع نیروی انسانی (برنامه نویسی) هستند و نمیتوان از نقطه نظر تامین کنندگان تولیدی به آن ها نگاه کرد و مساله مهم در این قسمت نگهداشت و استفاده بهینه از افراد دارای مهارت و تخصص است.



قدرت چانه زنی مشتریان در بخش های مختلف بازار به نسبت تراکم رقبا در هر بخش، سطح تخصص محصول ارائه شده، پیچیدگی استقرار و خدمات پس از فروش متفاوت است. همکاران سیستم به دلیل نفوذ گسترده در بازار مشتریان بزرگ و برخورداری از سیستم پشتیبانی و تجربه استقرار آسیب پذیری کمتری در این بخش دارد. اما در بخش مشتریان SME فاکتورهایی مانند قیمت محصولات و نوع خدمات پیشنهادی رقبا و موارد دیگر در انتخاب مشتریان تاثیر قابل توجهی دارد.

همانطور که گفته شد در بخش محصولات برای مشتریان کوچک و متوسط (SME) به دلیل ساده تر بودن فرایند توسعه محصول، نصب و استقرار و نیز بازاریابی امکان پیدایش محصولات جایگزین بیشتر است. اما این تهدید به مرور در حوزه محصولاتی که به صورت پکیج و باندل (Bundle) و برای صنایع مجزا و سازمان های بزرگ تر ارائه می شوند کاهش می یابد. همکاران سیستم با ارائه محصولاتی مانند راهکاران، خدمات ابری، فرایار و غیره در این مسیر پیشرفت های بسیار خوبی داشته است.

مدیریت و حاکمیت شرکتی

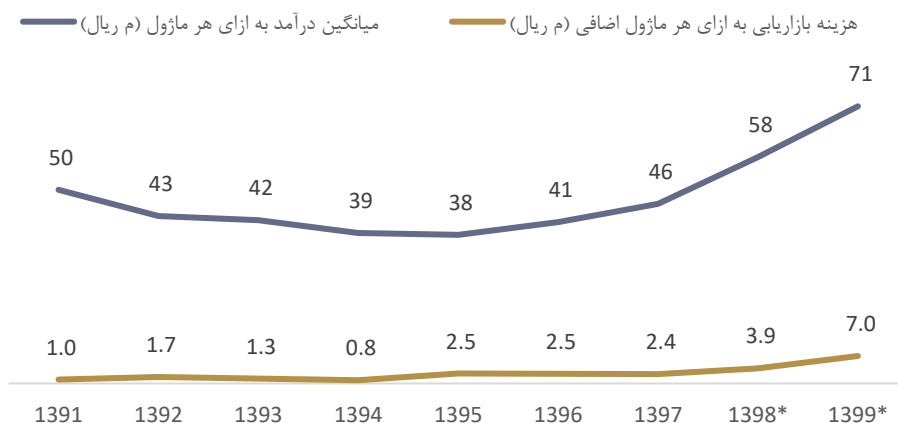
عملکرد شرکت در به حداکثر رساندن منافع سهامداران در حاکمیت کارآمد شرکتی نهفته است. جدایی مالکیت و مدیریت (ownership and management separation) به طور کامل در هیئت مدیره شرکت مشهود است. اعضای هیئت مدیره به جز رئیس و نایب رئیس از نمایندگان شرکت های زیرمجموعه انتخاب شده اند. در حال حاضر بنیان گذاران اولیه شرکت از سهامداران شرکت نیز هستند. بزرگترین سهامدار با ۶۲ درصد مالکیت شرکت مدیریت سرمایه گذاری آینده نگر دانا است که از سال ۹۰ سهامدار عمده همکاران سیستم بوده است. حدود ۱۱ درصد از شرکت در اختیار افراد حقیقی بالای ۱ درصد سهامداری است. آقایان محمود نظاری، همایون حریری و شهریار رحیمی (بنیانگذاران اصلی همکاران سیستم) مالکان شرکت آینده نگر دانا نیز هستند. مدیرعامل و مدیران اصلی شرکت سابقه بالای ۷ سال در شرکت دارند. بنابراین دانش مدیران از نیاز بازار و توانایی پاسخگویی به آن در وضعیت مطلوبی قرار دارد. همچنین براساس سؤالاتی که از مدیران شرکت شده است برنامه توسعه شغلی مدونی در شرکت در حال اجراست که معمولا سبب می شود در بلند مدت مدیران عالی رتبه شرکت از میان افراد توانمند داخل شرکت انتخاب شوند تا علاوه بر شناخت کامل کسب و کار با فرهنگ و نحوه عملکرد درون سازمانی نیز آشنایی و سازگاری لازم را داشته باشند. با این وجود در شرکت های با عمر بالا مشکلاتی از قبیل ارجحیت سابقه خدمات بر شایستگی، ایجاد کلونی های درون سازمانی، نارضایتی کارمندان می تواند در بلند مدت صدمات زیادی به آن وارد کند. هر چند نحوه جذب نیرو، گردش مدیریت، مسیر شغلی مشخص برای کارکنان شرکت که در حال حاضر در همکاران سیستم برقرار است تا حد زیادی از بروز چنین مسائلی جلوگیری نموده است.

قیمت گذاری

در افزایش قیمت محصولات و خدمات، نهاد ناظر سازمان صنفی کامپیوتری است اما معمولا محدودیت خاصی روی قیمت گذاری اعمال نمی شود. همکاران سیستم نرخ پشتیبانی را براساس درصدی از قیمت فروش تعیین میکند و نرخ فروش نرم افزار هم تقریبا با تورم افزایش داشته است. در بخشی از محصولات که رقابت بیشتری وجود دارد قدرت قیمت گذاری تحت تاثیر این عامل کاهش می یابد.

منابع رشد درآمد

همانطور که در بالا گفته شد درآمد همکاران سیستم از سه بخش اصلی فروش، پشتیبانی و استقرار تشکیل شده است. در قسمت فروش حدود ۷۰ درصد درآمد مربوط به راهکاران (و ارتقای محصولات قبلی مانند دلفی)، ۱۵ درصد دشت و سپیدار و مابقی مربوط به اتوماسیون و محصولات دولتی است. راهکاران در تعداد مازول کم و قیمت بالاتر و دشت و سپیدار در تعداد بالا و قیمت پایین تر به فروش می رسند. بنابراین منابع رشد این قسمت از درآمد (یعنی فروش) بیشتر بستگی به بازاریابی قوی برای به دست آوردن مشتریان جدید و همینطور خدمات با کیفیت برای نگه داشت مشتری قدیمی و فروش مازول های بیشتر یا آپدیت های مازول های قدیمی است. معمولاً هزینه جذب مشتری جدید چندین برابر نگه داشت مشتری قدیمی است. بنابراین توانایی همکاران سیستم در پاسخگویی به نیازهای مشتریان در شخصی سازی محصولات و پشتیبانی قوی می تواند عامل محرک این شرکت در رشد درآمد باشد. درآمد استقرار ارتباط زیادی با فروش محصولات راهکاران با تعداد مازول بالا دارد و همانطور که در روند تاریخی فروش مشخص است در سال هایی که شرکت فروش بالایی در محصولات سپیدار و دشت داشته است لزوماً درآمد استقرار با رشد درآمد فروش نرم افزار حرکت نکرده است اما بعد از شروع فروش راهکاران این بخش از درآمد با رشد بالایی افزایش یافته است. بنابراین هرچه شرکت بتواند بازاریابی قوی تر و در نتیجه فروش بالاتر راهکاران داشته باشد نه تنها درآمد فروش نرم افزار بلکه درآمد استقرار هم به تناسب بالا می رود. لازم به ذکر است در حال حاضر شرکت محصول جدید مبتنی بر وب و همینطور سرویس فرایار را به بازار معرفی کرده است که با افزایش فروش نگرانی بابت افزایش متناسب هزینه های عملیاتی کمتر خواهد بود و در مقیاس بالاتر تعداد فروش، سودآوری میتواند به طور نمایی رشد داشته باشد. درآمد پشتیبانی نیز وابسته به عملکرد شرکت در پاسخگویی مناسب و افزایش تعداد فروش دارد. یکی از راه هایی که میتواند به عنوان منبع رشد درآمد در آینده محسوب شود "آموزش" کاربران بالقوه نرم افزارهای همکاران سیستم برای کار با محصولات شرکت است. برای مثال برگزاری دوره های آموزش مدیران مالی و دانشجویان مالی و حسابداری ترجیحاً به صورت رایگان (به عنوان هزینه بازاریابی) میتواند باعث شود در آینده این افراد و سازمان هایی که در آنجا کار می کنند مشتریان همکاران سیستم باشند. در ادامه روند هزینه بازاریابی و درآمد به ازای هر مشتری در سال های اخیر آمده است. نظر خواهی دوره ای و بررسی بازخورد از سمت مشتریان هر بخش میتواند در کنار افزایش وفاداری مشتریان به خلق ارزش پایدار در محصولات شرکت و نهایتاً رشد و سودآوری بیشتر کمک نماید. البته توجه به این نکته ضروری است که واحد "ماژول" که در بیان حجم/تعداد فروش استفاده می شود میتواند بازه قیمتی و طیف مشتریان گسترده ای را شامل شود.





دارایی ها

براساس گزارش شرکت در کدال، در حال حاضر مالکیت حدود ۱۸ هزار متر مربع به ارزش دفتری ۶۰ میلیارد تومان ساختمان (فضای کاری) در کل کشور را در اختیار دارد که بنا بر ادعای خود شرکت تخمین دقیقی از ارزش روز آن در اختیار نیست. با توجه به اینکه باقی ساختمان های شرکت عمدتاً در ۵-۱۰ سال اخیر خریداری شده است و بخش عمده ای در استان تهران و البرز قرار دارد، ارزش دارایی های شرکت مبلغ قابل توجهی به خود اختصاص خواهد داد و ریسک شرکت برای جا به جایی، افزایش نیرو و هزینه های سخت افزاری را بسیار کاهش داده است. با توجه به توسعه و طراحی تمامی نرم افزارها توسط نیروهای متخصص همکاران سیستم، دارایی نامشهود بسیار ارزشمندی نیز برای این شرکت می توان در نظر گرفت.

حساسیت به قیمت ارز

با توجه به اینکه بخش بسیار بزرگی از هزینه های تولید شرکت مربوط به هزینه نیروی انسانی است افزایش قیمت دلار فقط در قالب تورم و افزایش حقوق و دستمزد کارکنان در هزینه ها تاثیر خواهد گذاشت و در واقع شرکت تحت تاثیر آبی افزایش نرخ ارز قرار نمی گیرد. به عبارتی، از آنجاییکه افزایش قیمت فروش محصولات و خدمات همکاران سیستم متناسب با تورم معمولاً زودتر از افزایش هزینه ها اعمال می شود در رشد های شدید نرخ ارز همکاران سیستم موفق به افزایش حاشیه سود عملیاتی شده است. روند فروش تاریخی شرکت هم نشان می دهد در رشدهای ناگهانی نرخ ارز شرکت با تنظیم محصولات/خدمات و بازار هدف توانسته است به خوبی رشد فروش سالانه را حفظ کند. البته خرید تجهیزات سخت افزاری مورد نیاز عملیات شرکت مستقیماً تحت تاثیر نرخ ارز است اما بخش کوچکی از کل هزینه های شرکت را به خود اختصاص میدهد.

از سوی دیگر، انتظار می رود افزایش نرخ ارز و در پی آن رشد هزینه سازمان ها (مشتریان همکاران سیستم) تا حدودی بر قدرت خرید و هزینه کرد مشتری و در نتیجه بر درآمد همکاران سیستم از محل مشتریان جدید تاثیر منفی بگذارد اما با توجه به عدم افزایش قیمت فروش محصولات شرکت متناسب با نرخ ارز در کوتاه مدت، در واقع هزینه کرد مشتریان نسبت به سایر هزینه ها کاهش داشته و منجر به تسهیل تصمیم گیری مدیریت در این رابطه خواهد شد.



شرکت های زیرمجموعه

براساس گزارش های نیم سال ۹۸، در میان شرکت های زیر مجموعه بیشترین سود عملیاتی گروه بعد از شرکت اصلی از سمت شرکت سپیدار سیستم و پس از آن پناه تهران، مدیریت طرح های عمومی و مرکز آموزش ایجاد شده است. شرکت های استانی تبریز، خراسان و خوزستان هم جزو موثرترین ها در میان سایر شرکت های استانی بوده اند. در جدول زیر توضیح مختصری از خدمات هر کدام از این شرکت ها آورده شده است.

نام شرکت زیرمجموعه	خدمات	% از سود کل زیرمجموعه ها (۱۳۹۷)
سپیدار سیستم	فروش قفل نرم افزار های دشت و سپیدار به همکاران سیستم، شرکت های استانی و مشتریان دیگر	۳۴٪
پناه تهران	خدمات پشتیبانی و خرید سرویس از همکاران سیستم و شرکت های استانی	۱۴.۹٪
مدیریت طرح های عمومی	پشتیبانی و نصب برای مشتریان دولتی	۴.۷٪
اطلاعات مدیریت	خدمات برنامه نویسی و توسعه نرم افزار	۳٪
مرکز آموزش	برگزاری دوره های آموزشی و خدمات آموزشی برای مشتریان	۲.۵٪
توسعه شبکه فروش		۱.۲٪
پیمان الوند	فروش راهکاران	۱٪
پناه شمال	انجام پروژه های بزرگ و خرید نرم افزار از همکاران سیستم	-
ابرآمد	ارائه خدمات ابری برای مشتریان نرم افزار سازمانی و مشتریان جدید با نیازی غیر از نرم افزار سازمانی	-
توسعه کسب و کار های دانه	جهت حمایت از طرح های استارتآپی ایجاد شده است و فعلا درآمدی ندارد.	-
هوشمند تجاری	فروش قفل نرم افزار	-
شرکت های منطقه ای	قفل نرم افزار و خدمات پشتیبانی از شرکت اصلی خریداری می شود	

تحلیل ترازنامه

در طول ده سال گذشته شرکت چهار بار اقدام به افزایش سرمایه نموده است که از محل سود انباشته تامین شده است. بدهی های شرکت عمدتاً شامل پرداختنی ها به شرکت های وابسته، پیش دریافت پشتیبانی و بدهی به کارکنان (صندوق تامین آتیه کارکنان) است. شرکت از سال ۹۳ از تسهیلات مالی استفاده ننموده است و برای تامین مالی فعالیت ها عمدتاً از منابع داخلی و عملیاتی خود شرکت استفاده شده است و ریسک مالی شرکت در برابر نوسان های درآمدی کم ارزیابی می شود. بنابراین اگر در آینده شرکت نیاز به تامین مالی برای حفظ چابکی شرکت جهت حضور بیشتر و قوی تر در بازار داشته باشد میتواند روی منابع بانکی حساب باز کند. اما باید توجه داشت استفاده نکردن از تسهیلات مالی در ساختار سرمایه شرکت مخصوصاً در شرکتی که از بازده سرمایه عملیاتی بالا برخوردار است لزوماً تصمیم خوبی به شمار نمی آید. درست است که استراتژی شرکت برای چینش ساختار سرمایه استفاده از منابع داخلی و دارایی های ملکی است اما این مساله ممکن است سبب شود شرکت از فرصت های اهرمی و رشد نتواند به خوبی و به موقع استفاده نماید.

ارزشگذاری

○ روش جریان نقد تنزیل شده

با توجه به اینکه درآمد همکاران سیستم در طول ۱۰ سال به طور میانگین ۲۵ درصد رشد کرده است، رشد بلند مدت با توجه به برنامه های آتی شرکت حدود ۲۵ درصد در نظر گرفته شده است و با توجه به توسعه محصولات با حاشیه سود بالا، حاشیه سود عملیاتی ۴۵ درصد فرض شده است

فرضیات اصلی

دوره مورد نظر	۱۳۹۸-۱۴۰۳
میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC):	۳۴٪
رشد بلند مدت:	۲۵٪
قیمت برآوردی سهم:	۲۵،۸۲۱

○ روش Multiples

شرکت های بخش IT در بازار بورس به چهار بخش تلکام (مخابراتی)، ارائه دهنده خدمات پرداخت (PSP ها)، ارائه دهنده اینترنت ثابت (ISP ها) و نرم افزارهای سازمانی (همکاران سیستم) تقسیم می شوند. بنابراین برای تخمین نسبت های قیمتی مناسب نمیتوان به multiple های شرکت های موجود در گروه های مشابه اتکا نمود. به عنوان مثال می توان به PE شرکت SAP (مشابه آلمانی همکاران سیستم با مسیر رشد مشابه) و مقایسه آن با شرکت های مشابه و کل شاخص S&P پرداخت. PE تاریخی (۱۲ ماه گذشته) برای SAP در تابستان سال ۱۳۹۸ حدود ۴۰ واحد محاسبه شده است. شرکت های همگروه حدود ۳۲ واحد PE داشته اند. این نسبت برای S&P ۵۰۰ هم حدود ۲۲ واحد در تابستان ۹۸ گزارش شده است. بنابراین میتوان نسبت های بسیار بالاتری (تقریباً دو برابر p/E بازار) برای همکاران سیستم انتظار داشت. بنابراین قیمت تخمینی با توجه به سود پیش بینی شده برای سال ۱۳۹۹ و اتمام سال ۱۳۹۸، حدود ۳۵،۰۰۰ ریال تخمین زده می شود.

نسبت	مقدار
EV/EBITDA	۱۱.۴
EV/REVENUE	۵.۲
P/E (FWD ۱۳۹۸)	۱۳.۲
P/E (FWD ۱۳۹۹)	۷.۶

با توجه به مقادیر جدول بالا، با در نظر گرفتن ۲۵٪ میانگین رشد سود همکاران سیستم برای پنج سال آینده، نسبت PEG برای این شرکت برای سال ۹۸ و ۹۹ به ترتیب مقادیر ۰.۵ و ۰.۳ به دست می آید. مقادیر کمتر از یک برای این نسبت نشان دهنده قیمت زیر ارزش ذاتی (undervalue) و مقادیر بالاتر از یک قیمت بالای سهم (overvalue) را نشان می دهد. این نسبت به دلیل در نظر گرفتن رشد شرکت در مقایسه با p/e مقیاس جامع تری به نظر می رسد. از این طریق قیمت تخمینی سهم با توجه به سود پیش بینی شده برای سال ۱۳۹۹ حدود ۳۰،۰۰۰ ریال به دست می آید.

○ روش DDM

با وجود رشد سالیانه حدود ۳۰ درصد برای سود خالص همکاران سیستم، نرخ رشد به صورت محتاطانه ۲۵ درصد در نظر گرفته شده است.

مقدار	فرضیات
۲۵٪	نرخ رشد
۲۳,۷۷۱	قیمت برآوردی سهم

عرضه اولیه سپیدار سیستم

براساس گزارش های دوره ای همکاران سیستم در چند ماه آینده عرضه اولیه سپیدار سیستم انجام خواهد شد. این مجموعه یکی از قوی ترین شرکت های گروه محسوب می شود که در سال ۱۳۸۷ با هدف تولید نرم افزارهای سپیدار و دشت تاسیس شد. همانطور که در بخش های گذشته ذکر شد بازار هدف این محصولات شامل شرکت های کوچک و متوسط و اصناف و فروشگاه هاست. این بازار با وجود رقبای فراوان از فرصت های خوبی برای رشد مشتریان برخوردار است. همچنین سیاست های دولتی برای افزایش شفافیت مالی اصناف، استفاده از صندوق های فروشگاه های و تکیه بر درآمد مالیاتی سبب خواهد شد بسیاری از مشتریان با در نظر گرفتن مزایای نرم افزارهای حسابداری و مالی، به سمت استفاده از این محصولات سوق پیدا کنند. با توجه به گزارش های دوره ای سپیدار سیستم پیش بینی می شود شرکت در سال آینده با ۲۰ میلیون سهم حدود ۲,۳۶۰ ریال سود بسازد و این روند با توجه خریداری قفل نرم افزار سپیدار و دشت در سال ۹۷ از شرکت اصلی همکاران سیستم، به تمرکز بیشتر شرکت بر فروش دشت و سپیدار و شرایط بازار رو به رشد خواهد بود.

۱۳۹۹ (پیش بینی)	۱۳۹۸ (پیش بینی)	۱۳۹۷	۱۳۹۶	
۷۷۹,۲۸۴	۴۱۰,۸۲۶	۲۳۳,۳۱۷	۱۶۹,۷۰۹	درآمد
(۱۹۰,۰۷۸)	(۱۰۴,۲۵۷)	(۸۶,۸۵۴)	(۸۵,۵۱۳)	بهای تمام شده
۵۸۹,۲۰۵	۳۰۶,۵۶۹	۱۴۶,۴۶۳	۸۴,۱۹۶	سود ناخالص
(۵۴,۵۵۰)	(۲۸,۷۵۸)	(۱۷,۸۶۰)	(۱۶,۱۳۱)	هزینه های اداری و عمومی
۵۳۴,۶۵۶	۲۷۷,۸۱۱	۱۲۸,۶۰۳	۶۸,۰۶۶	سود عملیاتی
۴۴,۱۹۱	۳۵,۳۵۳	۲۸,۲۸۲	۳,۶۷۹	درآمد غیر عملیاتی
۵۷۸,۸۴۶	۳۱۳,۱۶۴	۱۵۶,۸۸۵	۷۱,۷۴۴	سود قبل از مالیات
(۱۰۶,۹۳۱)	(۵۵,۵۶۲)	(۲۵,۸۱۱)	(۱۴,۱۸۳)	مالیات
۴۷۱,۹۱۵	۲۵۷,۶۰۲	۱۳۱,۰۷۴	۵۷,۵۶۱	سود خالص
۲,۳۶۰	۱,۲۸۸	۶۵۵	۲۸۸	سود هر سهم

نتایج بدست آمده و ارزش ذاتی برآوردی در این گزارش بر اساس عوامل مطرح و تحلیل شده بدست آمده است. بنابراین توجه به مبانی پیش بینی سود (زیان) و تحلیل حساسیتهای ارائه شده مرتبط با برآورد سود هر سهم ضروری است. بدیهی است که با توجه به تغییرات احتمالی درآمدی و هزینه ای در شرایط ملتهب اقتصاد جهانی و داخلی، برآورد فوق امکان تغییر خواهد داشت. در جهت دید بهتر و به روز رسانی تحلیل، شرکت مشاور سرمایه گذاری مدبران هما بر آن است تا در مقاطع زمانی مناسب، اخبار و نکات اثرگذار بر سودآوری شرکت را در سامانه تدان ارائه دهد