



**DOM MAKLERSKI**  
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

## **Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych**

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa

tel. 022 504 33 24, fax. 022 504 31 00

e-mail: m.solecki@bossa.pl

<http://bossa.pl>

# **Opracowanie dotyczące aktualizacji wyceny akcji ATM S.A. i ATM Systemy Informatyczne S.A. po planowanym podziale ATM S.A.**

**Autor: Mariusz Solecki**

**Analityk  
DM BOŚ SA**

*Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w Wydziale Doradztwa i Analiz Rynkowych Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie, na zlecenie spółki ATM S.A. z siedzibą w Warszawie, wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005r. (Dz.U. 2005, poz. 206 nr 1715) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005r. (Dz.U. 2005, Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.). Opracowanie przeznaczone jest dla spółki ATM S.A. jako Zleceniodawcy. DM BOŚ SA dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak DM BOŚ SA i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Regulamin doradztwa inwestycyjnego i sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych oraz instrumentów bazowych instrumentów pochodnych – Klient profesjonalny znajduje się na stronie internetowej bossa.pl w dziale Dokumenty. Według dostępnych informacji DM BOŚ nie pozostaje w tej samej grupie kapitałowej, do której należy Zleceniodawca, DM BOŚ nie pełni funkcji animatora rynku dla akcji Zleceniodawcy, ani funkcji animatora Emitenta, DM BOŚ nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej akcji Zleceniodawcy w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. DM BOŚ jest stroną umowy dotyczącej wprowadzenia do obrotu giełdowego akcji ATM Systemy Informatyczne SA. Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych ze Zleceniodawcą po stronie osoby przygotowującej opracowanie lub osoby bliskiej. Osoby przygotowujące niniejszy raport lub osoby bliskie, nie pełnią funkcji w organach Zleceniodawcy ani nie zajmują stanowisk kierowniczych u Zleceniodawcy. Nie występują powiązania pomiędzy osobą przygotowującą niniejsze opracowanie, osobą jej bliską a Zleceniodawcą. Nadzór nad Domem Maklerskim BOŚ S.A. sprawuje KNF. Datą sporządzenia opracowania jest: 15.05.2012 r. Datą drugiego udostępnienia opracowania do dystrybucji jest: 15.05.2012 r.*

## I. Przedmiot i cel analizy

Przedmiotem niniejszej analizy zgodnie z Umową zawartą w Warszawie w dniu 9 marca 2012 r. pomiędzy ATM S.A. a Domem Maklerskim BOŚ S.A. jest sporządzenie opracowania dotyczącego aktualizacji wyceny akcji spółek ATM S.A. i ATM Systemy Informatyczne S.A. po planowanym podziale. Opracowanie zostanie udostępnione Zarządowi wycenianych Spółek na 4 dni robocze przed dniem referencyjnym. Przeprowadzona aktualizacja wycena akcji ma posłużyć do ustalenia kursu odniesienia dla akcji spółki ATM Systemy Informatyczne S.A. oraz do korekty kursu akcji spółki ATM S.A. po dokonaniu podziału.

## II. Algorytm wyznaczenia kursu odniesienia dla akcji spółek ATM Systemy Informatyczne S.A. i ATM S.A.

Na podstawie wyceny obu spółek kursy odniesienia dla akcji ATM SI S.A. oraz ATM S.A. zostaną ustalone w oparciu o poniższe wzory:

- Algorytm wyznaczenia kursu odniesienia dla akcji ATM SI:

$$KO_{ATM SI} = KZ_{ATM} * W$$

gdzie:

$KO_{ATM SI}$  - kurs odniesienia dla akcji ATM SI na sesji giełdowej w Dniu Pierwszego Notowania,

$KZ_{ATM}$  - kurs zamknięcia akcji ATM na sesji giełdowej trzeciego dnia roboczego przed Dniem Referencyjnym,

W - współczynnik korygujący

Metodologia obliczenia współczynnika korygującego [ W ] kształtuje się w sposób następujący:

Współczynnik korygujący [W] zostanie obliczony jako stosunek Wyceny wartości spółki ATM SI S.A. (dokonanej przy założeniu wniesienia do tej spółki zorganizowanej części przedsiębiorstwa „Systemy Informatyczne”) do sumy wartości wycen spółek: ATM SI S.A. i ATM SA (po podziale):

$$W = \text{Wycena}_{\text{ATM SI}} / (\text{Wycena}_{\text{ATM}} + \text{Wycena}_{\text{ATM SI}})$$

gdzie:

$\text{Wycena}_{\text{ATM SI}}$  - wycena spółki ATM SI S.A.,

$\text{Wycena}_{\text{ATM}}$  - wycena spółki ATM po podziale

- Algorytm wyznaczenia kursu odniesienia dla akcji ATM S.A.:

$$KO_{\text{ATM}} = KZ_{\text{ATM}} * (1-W)$$

gdzie:

$KO_{\text{ATM}}$  - kurs odniesienia dla akcji ATM na sesji giełdowej drugiego dnia roboczego przed Dniem Referencyjnym,

$KZ_{\text{ATM}}$  - kurs zamknięcia akcji ATM na sesji giełdowej trzeciego dnia roboczego przed Dniem Referencyjnym,

W - współczynnik korygujący zdefiniowany jak wyżej.

### III. Zastosowana metodyka oraz wykorzystane źródła danych

Do sporządzenia wyceny spółek ATM S.A. i ATM Systemy Informatyczne S.A. zastosowano metodę porównawczą na podstawie określonych wskaźników rynkowych.

Wycena metodą porównawczą może zostać zastosowana, jeśli na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie lub na giełdach zagranicznych notowane są spółki, których zakres oraz specyfika prowadzonej działalności byłyby porównywalne do wycenianej spółki. Wycena metodą porównawczą opiera się na znalezieniu spółek, których wartości są znane, a ich działalność operacyjna jest najbardziej zbliżona do wycenianej spółki. W celu określenia wartości podobnej spółki używane są dane dotyczące spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych.

Zakłada się, że jeśli zakres działalności dwóch spółek jest do siebie zbliżony, to generowane przez nie przepływy pieniężne będą zależały od tych samych czynników, czyli będą ze sobą silnie skorelowane.

Metoda porównawcza z matematycznego punktu widzenia opiera się na następujących założeniach:

$$\frac{V_{\text{aktywa wycenianego}}}{x_{\text{aktywa wycenianego}}} = \frac{V_{\text{aktywa porównywalnego}}}{x_{\text{aktywa porównywalnego}}}$$

gdzie:

V – wskaźnik wartości

x – zmienna np. zysk netto, sprzedaż, wartość księgowa

Wycena spółki polega na wyliczeniu poniższego równania:

$$V_{\text{aktywa wycenianego}} = x_{\text{aktywa wycenianego}} \cdot \frac{V_{\text{aktywa porównywalnego}}}{x_{\text{aktywa porównywalnego}}}$$

Równanie to sprawdza się dla każdej zmiennej x, dopóki stosunek V do x pozostaje stały.

Wycena porównawcza daje dodatnią wartość wycenianych akcji w sytuacji, gdy spółka wykazuje dodatnie parametry finansowe, będące podstawą mnożników rynkowych, na bazie których dokonywana jest wycena (np. w przypadku wyceny cząstkowej opartej na mnożniku P/E parametrem finansowym, który musi być dodatni, aby wycena dała wynik dodatni, jest zysk netto).

Zaletą wyceny porównawczej jest odniesienie się do rynkowej wyceny spółek o zbliżonym profilu działalności. Metoda porównawcza charakteryzuje się niewielką subiektywnością oceny, ograniczoną głównie do doboru podmiotów tworzących bazę porównawczą. Wadami metody jest wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. W przypadku wyceny opartej na wskaźnikach prognozowanych, dochodzi dodatkowo konieczność uwzględnienia subiektywnych prognoz wyników dla wycenianej spółki oraz prognoz wskaźników dla spółek porównawczych. Jest to niezbędne do wyznaczenia wartości firmy w kolejnych latach.

Do sporządzenia wyceny ATM S.A. i ATM Systemy Informatyczne S.A. w niniejszym opracowaniu zastosowano dwa rodzaje mnożników tj.

- 1) Mnożniki Equity Value (kapitałów własnych), które służą do ustalenia wartości rynkowej kapitału własnego przedsiębiorstwa, czyli wartości która należy do właścicieli przedsiębiorstwa (akcjonariuszy, udziałowców). Z tej grupy w wycenie wykorzystano następujące mnożniki:
  - P/E – cena akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję,
  - MC/S – iloraz wartości rynkowej spółki i przychodów ze sprzedaży.
  
- 2) Mnożniki Enterprise Value, które stosuje się do ustalenia wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa, łącznie z zadłużeniem. Z tej grupy w wycenie zastosowano takie mnożniki jak:
  - EV/EBIT – wartość rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto oraz o wartość kapitałów mniejszości do wartości zysku operacyjnego,
  - EV/EBITDA – wartość rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto oraz o wartość kapitałów mniejszości do wartości zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację.

Kalkulację wartości spółek ATM S.A. i ATM Systemy Informatyczne S.A. dokonano w oparciu o przekazane przez Zarząd ATM S.A. szacunkowe wyniki finansowe pro forma za 2011 rok dla spółek ATM Systemy Informatyczne S.A. i ATM S.A. po podziale, tj. przychody ze sprzedaży, zysk na działalności operacyjnej, zysk netto przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej, amortyzację, kapitały mniejszości i dług netto na dzień 31.12.2011 r.

Przy wycenie przyjęto równe wagi dla wycen cząstkowych opartych na poszczególnych wskaźnikach. Wartość wskaźników P/E, MC/S, EV/EBIT oraz EV/EBITDA dla spółek z bazy porównawczej (polskich i zagranicznych) obliczono na podstawie wyników finansowych na 2011 r. uzyskanych z serwisów GPW i Reuters z dnia 14.05.2012 r.

Przy sporządzaniu wyceny wykorzystano dostępne publicznie informacje prasowe oraz informacje uzyskane od przedstawicieli ATM S.A. Założono, że wszelkie dostępne publicznie i otrzymane informacje są prawidłowe, rzetelne i kompletne.

#### **IV. Podstawowe informacje o spółkach ATM S.A. i ATM Systemy Informatyczne S.A.**

Nazwa spółki: ATM S.A.  
Adres: ul. Grochowska 21a, 04-186 Warszawa  
Telefon : (+ 48 22) 51 56 100  
Telefaks: (+ 48 22) 51 56 500  
Poczta elektroniczna: [kontakt@atm.com.pl](mailto:kontakt@atm.com.pl)  
Strona internetowa [www.atm.com.pl](http://www.atm.com.pl)

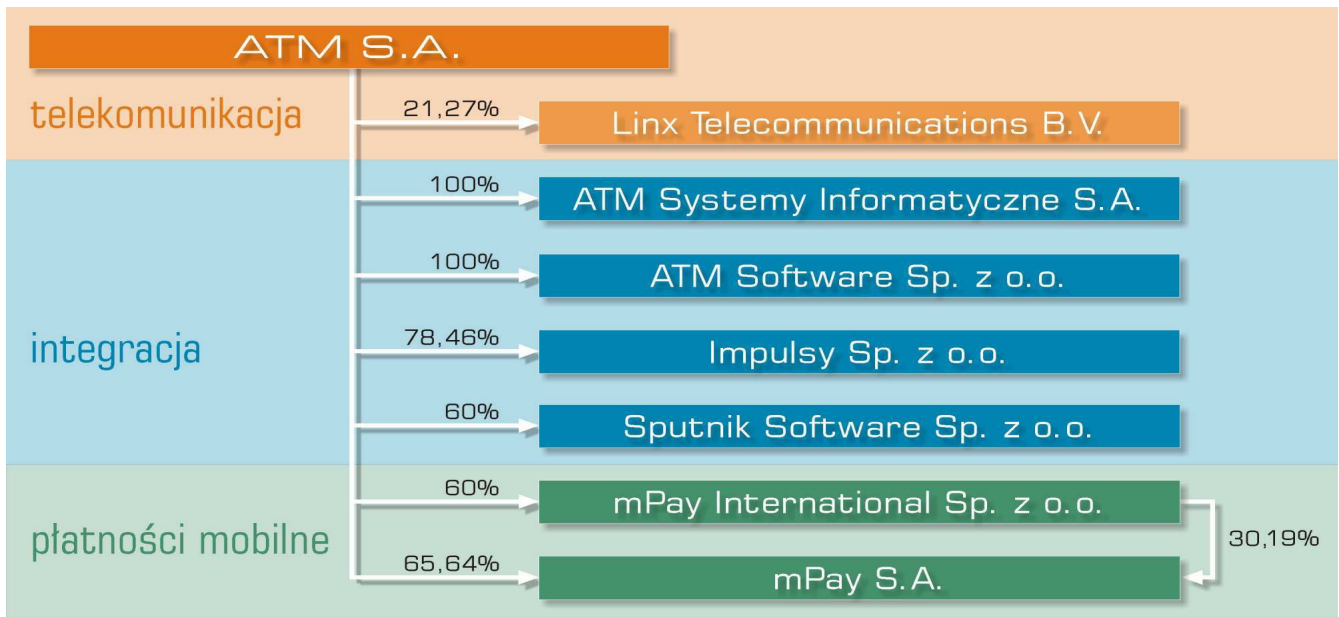
Nazwa spółki: ATM Systemy Informatyczne S.A.  
Adres: ul. Grochowska 21a, 04-186 Warszawa  
Telefon : (+ 48 22) 51 56 300  
Telefaks: (+ 48 22) 51 56 500  
Poczta elektroniczna: [kontakt@atm-si.com.pl](mailto:kontakt@atm-si.com.pl)  
Strona internetowa [www.atm-si.com.pl](http://www.atm-si.com.pl)

Prezes Zarządu Spółek: Roman Szwed  
Biegły rewident: PKF Audyt sp. z o.o.

Obecnie Grupa ATM funkcjonuje w ramach trzech segmentów operacyjnych:

- 1) telekomunikacja i usługi dodane** - działalność w tym obszarze prowadzona jest przez spółki ATM S.A. oraz (bez konsolidacji wyników operacyjnych) spółki Linx Telecommunications B.V. z siedzibą w Amsterdamie,
- 2) integracja systemów teleinformatycznych** – którą zajmują się spółki ATM Systemy Informatyczne S.A., ATM Software Sp. z o.o., Impulsy Sp. z o.o. i Sputnik Software Sp. z o.o.,
- 3) płatności mobilne** – usługi z tego obszaru w Grupie ATM oferowane są przez dwie spółki zależne mPay S.A. i mPay International Sp. z o.o.

**Schemat 1. Struktura organizacyjna Grupy Kapitałowej ATM S.A. przed podziałem**



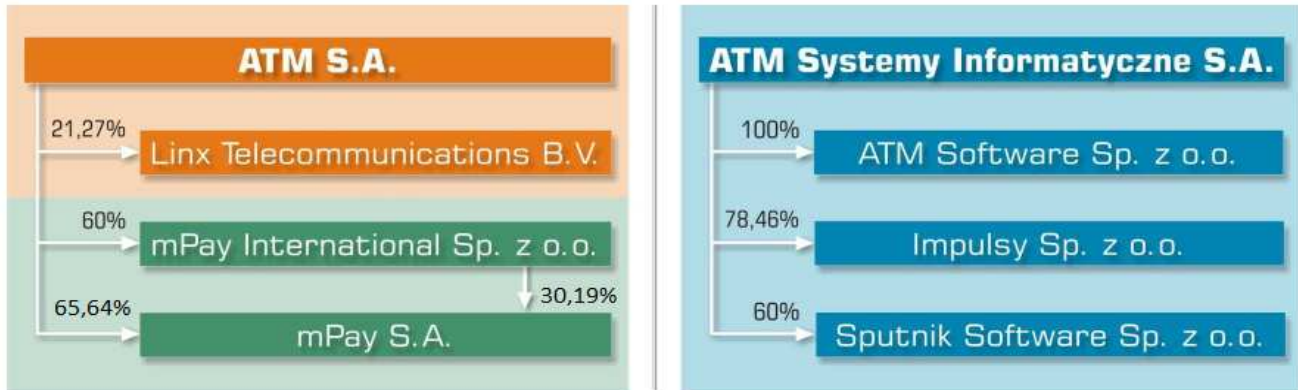
Źródło: ATM S.A.

W wyniku planowanego podziału segment telekomunikacyjny oraz płatności mobilnych pozostanie w Grupie ATM S.A., która pod marką ATMAN będzie oferowała usługi telekomunikacyjne dla przedsiębiorstw i instytucji w oparciu o własne sieci światłowodowe i centra danych, tj. dostęp do Internetu, szerokopasmową transmisję danych, usługi kolokacyjne i hostingu oraz usługi telefoniczne i usługi z obszaru outsourcingu telekomunikacyjnego.

Natomiast działalność informatyczna (integracja systemów teleinformatycznych) zostanie skupiona wokół wydzielonej Grupy ATM Systemy Informatyczne S.A., która będzie specjalizowała się w projektowaniu i budowie sieci transmisji danych wraz z systemami do monitorowania sieci i zarządzania nimi, w budowie infrastruktury centrów danych i złożonych systemów informatycznych oraz w produkcji i wdrażaniu oprogramowania aplikacyjnego.



**Schemat 2. Struktura organizacyjna spółek ATM Systemy Informatyczne S.A. i ATM S.A. po planowanym podziale**



Źródło: ATM S.A.

Docelowo na skutek planowanego podziału wszyscy dotychczasowi akcjonariusze ATM S.A. otrzymają wszystkie nowo wyemitowane akcje ATM Systemy Informatyczne S.A., przy czym liczba objętych akcji w ATM Systemy Informatyczne S.A. przez każdego akcjonariusza będzie równa liczbie posiadanych przez niego akcji w ATM S.A., czyli akcje zostaną przydzielone wg. parytetu 1:1.

Zgodnie z zapowiedziami Zarządu ATM, głównymi korzyściami wynikającymi z proponowanego podziału będą:

- uproszczenie struktury organizacyjnej Grupy Kapitałowej,
- skupienie się na działalności właściwej przez każdy z wydzielonych podmiotów, tj. na działalności telekomunikacyjnej i integracji systemów teleinformatycznych,
- łatwiejsza wycena prowadzonych działalności, tj. każda ze spółek będzie mogła być wyceniana według wskaźników zgodnych dla swojej branży,
- zwiększenie atrakcyjności inwestycyjnej spółek poprzez dopasowanie preferencji inwestycyjnych inwestorów specjalizujących się tylko w określonej branży,
- rozdzielenie ryzyk związanych z równoczesnym inwestowaniem w dwie działalności o odmiennych modelach biznesowych,
- podniesienie konkurencyjności, poprzez możliwość świadczenia usług na rzecz potencjalnych konkurentów tj. na rzecz innych operatorów telekomunikacyjnych lub też innych integratorów systemowych,

- możliwość uczestniczenia każdej ze spółek w procesach konsolidacyjnych w swojej branży,
- uniknięcie wyłączeń konsolidacyjnych wzajemnych obrotów, które w pełni nie oddawały rzeczywistej sprzedaży realizowanej w danym segmencie operacyjnym,
- łatwiejsze określenie strategii rozwoju, potrzeb kapitałowych, polityki inwestycyjnej, sezonowości osiągniętych przychodów ze sprzedaży dla każdego z wydzielonych podmiotów.

**Tabela 1. Szacunkowe wyniki finansowe pro forma za 2011 r. po podziale dla Grup ATM S.A. i ATM Systemy Informatyczne S.A. (w tys. zł)**

Dane finansowe (w tys. zł)	ATM S.A.	ATM SI S.A.
Przychody ze sprzedaży	179 192	277 705
Zysk na działalności operacyjnej	15 475	16 079
Marża EBIT	8,6%	5,8%
Zysk netto przypadający akcjonariuszom spółki dominującej	7 890	8 433
Marża netto	4,4%	3,0%
Amortyzacja	20 974	4 913
Kapitał mniejszości	4 004	3 315
Dług netto na dzień 31.12.2011 r.	2 710	-15 837

Źródło: ATM S.A.

## V. Wycena spółek ATM S.A. i ATM Systemy Informatyczne S.A. po planowanym podziale

Wycenę spółek ATM S.A. i ATM Systemy Informatyczne S.A. po planowanym podziale przeprowadzono w oparciu o metodę porównawczą na podstawie określonych mnożników rynkowych.

### Dobór spółek do bazy porównawczej

W celu uzyskania wyceny ATM S.A. i ATM Systemy Informatyczne S.A. metodą porównawczą przyjęto mediany wskaźników spółek giełdowych, wyliczonych na podstawie osiągniętych lub prognozowanych wyników finansowych za 2011 r. Wycenę akcji ATM S.A. i ATM Systemy Informatyczne S.A. przeprowadzono w stosunku do wybranych polskich i zagranicznych spółek,

### Założenia wyceny:

- wycenę ATM S.A. oraz ATM Systemy Informatyczne S.A. przeprowadzono w oparciu o wskaźniki P/E, MC/S, EV/EBIT oraz EV/EBITDA,
- wartość wskaźników P/E, MC/S, EV/EBIT i EV/EBITDA dla spółek z bazy porównawczej obliczono na podstawie wyników finansowych za 2011 r. uzyskanych z serwisu GPW i Reuters z dnia 14.05.2012 r.,
- kalkulację wartości spółek ATM S.A. i ATM Systemy Informatyczne S.A. dokonano w oparciu o przekazane przez Zarząd ATM S.A. szacunkowe wyniki finansowe pro forma za 2011 rok dla spółek ATM Systemy Informatyczne S.A. i ATM S.A. po podziale, tj. przychody ze sprzedaży, zysk na działalności operacyjnej, zysk netto przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej, amortyzację, kapitały mniejszości i dług netto na dzień 31.12.2011 r.,
- wycenę przeprowadzono zarówno dla polskich, jak i zagranicznych spółek giełdowych działających w branży telekomunikacyjnej oraz w branży informatycznej, oferujących usługi integracyjne,
- zastosowano równe wagi dla wycen cząstkowych opartych na poszczególnych wskaźnikach,
- w wycenie przyjęto liczbę akcji równą 36 343 344 szt.

**Tabela 2. Wycena spółki ATM S.A. (po planowanym podziale) metodą porównawczą w stosunku do wybranych polskich spółek notowanych na GPW w Warszawie z branży telekomunikacyjnej za 2011 r.**

Spółki polskie	2011 r.			
	P/E	MC/S	EV/EBITDA	EV/EBIT
HAWE	9,58	3,53	8,84	10,01
HYPERION	285,52	0,56	4,36	13,25
MEDIATEL	-	0,39	7,94	-
MNI	6,75	0,59	4,35	7,47
NETIA	8,75	1,35	4,44	8,97
TPSA	11,66	1,50	3,58	9,55
<b>Mediana</b>	<b>9,58</b>	<b>0,97</b>	<b>4,40</b>	<b>9,55</b>
Wartość kapitału własnego ATM S.A. (tys. zł)	75 574	173 595	153 744	141 145
<b>Średnia wartość 1 akcji ATM S.A.</b>	<b>2,08</b>	<b>4,78</b>	<b>4,23</b>	<b>3,88</b>
Wagi	0,25	0,25	0,25	0,25
<b>Średnia wartość kapitału własnego ATM S.A. (tys. zł)</b>	<b>136 015</b>			
<b>Średnia wartość 1 akcji ATM S.A. (zł)</b>	<b>3,74</b>			

Źródło: GPW, obliczenia własne DM BOŚ

Premia/dyskonto wskaźników spółki ATM SA w stosunku do mediany wskaźników spółek z bazy porównawczej przy cenie akcji 3,74 zł

	P/E	MC/S	EV/EBITDA	EV/EBIT
<b>ATM S.A.</b>	<b>17,24</b>	<b>0,76</b>	<b>3,92</b>	<b>9,22</b>
Premia/dyskonto	79,98%	-21,65%	-11,05%	-3,47%

Źródło: Obliczenia własne DM BOŚ

**Metoda porównawcza spółki ATM S.A. (po planowanym podziale) w stosunku do wybranych krajowych spółek giełdowych z branży telekomunikacyjnej pozwala oszacować wartość 1 akcji na 3,74 zł.**

**Tabela 3. Wycena spółki ATM S.A. (po podziale) metodą porównawczą w stosunku do wybranych zagranicznych spółek z branży telekomunikacyjnej za 2011 r.**

Spółki zagraniczne	2011 r.			
	P/E	MC/S	EV/EBITDA	EV/EBIT
QSC AG (Niemcy)	9,20	0,53	3,61	10,94
KCOM GROUP PLC (UK)	9,37	0,92	5,48	7,46
INTERXION HOLDING NV (Holandia)	36,97	3,87	11,33	18,26
TELECITY GROUP PLC (UK)	32,64	6,61	16,49	23,92
COLT GROUP SA (Luxemburg)	19,57	0,81	2,92	14,48
COGENT COMMUNICATIONS GROUP, INC. (USA)	103,94	2,57	8,27	21,83
EQUINIX INC. (USA)	81,21	4,75	14,27	30,66
DUPONT FABROS TECHNOLOGY (USA)	37,67	5,78	12,86	21,76
DIGITAL REALTY TRUST INC. (USA)	61,06	7,52	17,72	35,79
DAISY GROUP PLC (UK)	7,79	0,78	5,82	6,46
ALTERNATIVE NETWORKS PLC (UK)	12,86	1,11	7,76	8,20
<b>Mediana</b>	<b>32,64</b>	<b>2,57</b>	<b>8,27</b>	<b>18,26</b>
Wartość kapitału własnego ATM S.A. (tys. zł)	257 567	459 699	294 811	275 832
<b>Średnia wartość 1 akcji ATM S.A.</b>	<b>7,09</b>	<b>12,65</b>	<b>8,11</b>	<b>7,59</b>
Wagi	0,25	0,25	0,25	0,25
<b>Średnia wartość kapitału własnego ATM S.A. (tys. zł)</b>	<b>321 977</b>			
<b>Średnia wartość 1 akcji ATM S.A. (zł)</b>	<b>8,86</b>			

Źródło: Reuters, obliczenia własne DM BOS

Premia/dyskonto wskaźników spółki ATM SA w stosunku do mediany wskaźników spółek z bazy porównawczej przy cenie akcji 8,86 zł.

	P/E	MC/S	EV/EBITDA	EV/EBIT
<b>ATM S.A.</b>	<b>40,81</b>	<b>1,80</b>	<b>9,02</b>	<b>21,24</b>
Premia/dyskonto	25,01%	-29,96%	9,01%	16,33%

Źródło: Obliczenia własne DM BOS

**Metoda porównawcza spółki ATM S.A. (po planowanym podziale) w stosunku do wybranych zagranicznych spółek giełdowych z branży telekomunikacyjnej pozwala oszacować wartość 1 akcji na 8,86 zł.**

**Tabela 4. Wycena spółki ATM Systemy Informatyczne S.A. metodą porównawczą w stosunku do wybranych polskich spółek notowanych na GPW w Warszawie z branży informatycznej świadczące usługi integracyjne za okres 2011 r.**

Spółki polskie	2011 r.			
	P/E	MC/S	EV/EBITDA	EV/EBIT
ASSECOPOL	9,22	0,74	6,77	8,80
B3SYSTEM	11,57	0,10	3,94	6,07
BETACOM	21,03	0,14	1,05	3,08
COMARCH	13,32	0,61	5,14	10,72
COMP	12,94	0,87	9,58	13,13
IVMX	9,54	0,39	3,65	4,69
LSISOFT	7,72	0,39	3,65	9,24
MCLOGIC	11,67	1,16	5,02	8,51
OPTEAM	14,02	0,34	6,11	12,41
QUMAKSEK	9,05	0,31	5,96	6,91
SIMPLE	5,17	0,50	3,06	4,29
SYGNITY	30,40	0,43	10,36	30,30
TALEX	41,06	0,19	6,44	150,94
UNIMA	10,28	0,36	3,30	10,02
WASKO	14,11	0,82	6,21	9,91
<b>Mediana</b>	<b>11,67</b>	<b>0,39</b>	<b>5,14</b>	<b>9,24</b>
Wartość kapitału własnego ATM SI S.A. (tys. zł)	98 440	107 869	120 457	161 111
<b>Średnia wartość 1 akcji ATM SI S.A.</b>	<b>2,71</b>	<b>2,97</b>	<b>3,31</b>	<b>4,43</b>
Wagi	0,25	0,25	0,25	0,25
<b>Średnia wartość kapitału własnego ATM SI S.A. (tys. zł)</b>	<b>121 969</b>			
<b>Średnia wartość 1 akcji ATM SI S.A. (zł)</b>	<b>3,36</b>			

Źródło: GPW, obliczenia własne DM BOŚ

Premia/dyskonto wskaźników spółki ATM Systemy Informatyczne SA w stosunku do mediany wskaźników spółek z bazy porównawczej przy cenie akcji 3,36 zł.

	P/E	MC/S	EV/EBITDA	EV/EBIT
<b>ATM SI S.A.</b>	<b>14,46</b>	<b>0,44</b>	<b>5,21</b>	<b>6,81</b>
Premia/dyskonto	23,90%	13,07%	1,40%	-26,34%

Źródło: Obliczenia własne DM BOŚ

**Metoda porównawcza spółki ATM Systemy Informatyczne S.A. w stosunku do wybranych krajowych spółek giełdowych z branży informatycznej pozwala oszacować wartość 1 akcji na 3,36 zł.**

**Tabela 5. Wycena spółki ATM Systemy Informatyczne S.A. metodą porównawczą w stosunku do wybranych zagranicznych spółek z branży informatycznej świadczące usługi integracyjne za 2011 r.**

Spółki zagraniczne	2011 r.			
	P/E	MC/S	EV/EBITDA	EV/EBIT
SAPIENT CORPORATION (USA)	20,24	1,46	9,74	12,19
LOGICA PLC (UK)	6,07	0,29	4,83	5,75
TIETO OYJ (Finlandia)	11,00	0,47	4,47	8,16
CGI GROUP INC. (Kanada)	12,63	1,25	7,97	11,23
CACI INTERNATIONAL, INC. (USA)	8,58	0,35	4,82	5,90
GROUPE STERIA SCA (Francja)	4,89	0,25	3,75	4,54
INDRA SISTEMAS SA (Hiszpania)	6,87	0,46	5,60	6,56
NOVABASE SGPS SA (Portugalia)	12,08	0,29	3,59	6,29
<b>Mediana</b>	<b>9,79</b>	<b>0,40</b>	<b>4,83</b>	<b>6,42</b>
Wartość kapitału własnego ATM SI S.A. (tys. zł)	82 541	112 207	113 866	115 805
<b>Średnia wartość 1 akcji ATM SI S.A.</b>	<b>2,27</b>	<b>3,09</b>	<b>3,13</b>	<b>3,19</b>
Wagi	0,25	0,25	0,25	0,25
<b>Średnia wartość kapitału własnego ATM SI S.A. (tys. zł)</b>	<b>106 105</b>			
<b>Średnia wartość 1 akcji ATM SI S.A. (zł)</b>	<b>2,92</b>			

Źródło: Reuters, obliczenia własne DM BOŚ

Premia/dyskonto wskaźników spółki ATM Systemy Informatyczne SA w stosunku do mediany wskaźników spółek z bazy porównawczej przy cenie akcji 2,92 zł

	P/E	MC/S	EV/EBITDA	EV/EBIT
<b>ATM SI S.A.</b>	<b>12,58</b>	<b>0,38</b>	<b>4,46</b>	<b>5,82</b>
Premia/dyskonto	28,55%	-5,44%	-7,66%	-9,39%

Źródło: Obliczenia własne DM BOŚ

**Metoda porównawcza spółki ATM Systemy Informatyczne S.A. w stosunku do wybranych zagranicznych spółek giełdowych z branży informatycznej pozwala oszacować wartość 1 akcji na 2,92 zł.**

## VI. Podsumowanie wyceny spółek ATM S.A. i ATM Systemy Informatyczne S.A., po planowanym podziale

### Wycena porównawcza spółki ATM S.A. (po planowanym podziale)

	Wartość kapitału własnego (w tys. zł)	Wartość 1 akcji (w zł)	Wagi
Wycena porównawcza w stosunku do spółek polskich	136 015	3,74	0,50
Wycena porównawcza w stosunku do spółek zagranicznych	321 977	8,86	0,50
<b>Średnia wartość kapitału własnego ATM SA (w tys. zł)</b>		<b>228 996</b>	
<b>Średnia wartość 1 akcji ATM SA (w zł)</b>		<b>6,30</b>	

Źródło: Obliczenia własne DM BOS

Dokonana wycena metodą porównawczą pozwala oszacować wartość Grupy ATM S.A (po planowanym podziale) na kwotę 228 996 tys. zł, a cenę 1 akcji Grupy ATM S.A w wysokości 6,30 zł.

### Wycena porównawcza spółki ATM Systemy Informatyczne S.A.

	Wartość kapitału własnego (w tys. zł)	Wartość 1 akcji (w zł)	Wagi
Wycena porównawcza w stosunku do spółek polskich	121 969	3,36	0,50
Wycena porównawcza w stosunku do spółek zagranicznych	106 105	2,92	0,50
<b>Średnia wartość kapitału własnego ATM SI SA (w tys. zł)</b>		<b>114 037</b>	
<b>Średnia wartość 1 akcji ATM SI SA (w zł)</b>		<b>3,14</b>	

Źródło: Obliczenia własne DM BOS

Dokonana wycena metodą porównawczą pozwala oszacować wartość Grupy ATM Systemy Informatyczne S.A na kwotę 114 037 tys. zł, a cenę 1 akcji Grupy ATM Systemy Informatyczne S.A w wysokości 3,14 zł.



**VII. Ustalenie współczynnika korygującego [W]**

$$W = \text{Wycena}_{\text{ATM SI}} / (\text{Wycena}_{\text{ATM}} + \text{Wycena}_{\text{ATM SI}})$$

$$W = 114\,037 \text{ tys. zł} / (228\,996 \text{ tys. zł} + 114\,037 \text{ tys. zł}) = 0,332437$$

Przeprowadzone obliczenia pozwalają ustalić współczynnik korygujący na poziomie 0,332437, który posłuży do wyznaczenia kursu odniesienia dla akcji spółki ATM Systemy Informatyczne na sesji giełdowej w dniu pierwszego notowania, a także do wyznaczenia kursu odniesienia dla akcji ATM na sesji giełdowej drugiego dnia roboczego przez dniem referencyjnym zgodnie z przedstawionymi wcześniej algorytmami wyznaczania kursu odniesienia dla wycenianych spółek.

*Sporządził: Mariusz Solecki*  
*Analitik,*  
*Dom Maklerski BOŚ S.A.*

*Zatwierdził: Tomasz Binkiewicz*  
*Dyrektor WDiAR*  
*Dom Maklerski BOŚ S.A.*

## Objaśnienia używanych wskaźników, terminologii fachowej oraz skrótów

<b>EBIT</b>	(Earnings Before Interest and Taxes) zysk operacyjny
<b>EBITDA</b>	(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization ) zysk operacyjny powiększony o amortyzację
<b>EV</b>	(Enterprise value) wartość przedsiębiorstwa tj. wartość kapitałów własnych powiększona o wartość długu odsetkowego netto i o wartość kapitałów mniejszości
<b>Dług netto</b>	kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty
<b>P/E</b>	(Price / Earnings) cena / zysk; iloraz rynkowej wartości spółki przez sumę jej zysku netto przypadającego na akcjonariuszy jednostki dominującej za ostatnie cztery kwartały
<b>EV/EBIT</b>	Wartość rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto oraz o wartość kapitałów mniejszości do wartości zysku operacyjnego
<b>EV/EBITDA</b>	Wartość rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto oraz o wartość kapitałów mniejszości do wartości zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
<b>MC/S</b>	Iloraz wartości rynkowej spółki i przychodów ze sprzedaży za ostatnie cztery kwartały