

18 września 2012

Europa | Polska | Technologie

Initiating Coverage

KUPUJ

Cena docelowa: PLN 10

Najważniejsze dane

Branża:	Technologie
Kraj:	Polska
ISIN:	PLATMSA00013
Reuters:	ATMM.WA
Bloomberg:	ATMP.W
Strona internetowa:	www.atm.com.pl

Cena:	7,99	
	Maks	Min
Cena 52 tyg.:	9,30	5,33
Kapitalizacja (PLN mln)	290,38	
Liczba akcji (mln)	36,34	

Akcjonariat

ATP Invest Sp. z o.o S.K.A	19,88%
Polsat OFE	9,85%
ING OFE	9,48%
Roman Szwed	9,05%
Piotr Puteczny	5,12%
Pozostali akcjonariusze	46,62%

Performance

4 tygodni	-1,00%
13 tygodni	16,06%
26 tygodni	7,58%
52 tygodni	18,83%
YTD	32,94%

Dywidenda

	PLN	in %
2008	0,00	0,00%
2009	0,00	0,00%
2010	0,23	2,88%
2011	0,00	0,00%

Wykres 52 tyg.

Analizy

Adrian Kowolik
Email: ak@kalliwoda.com

Dr. Norbert Kalliwoda
Email: nk@kalliwoda.com

ATM S.A.

Lider polskiego rynku data center

- ATM S.A. jest obecnie największym w Polsce i istotnym w Europie Środkowo-Wschodniej operatorem centrów danych (serwerowni). Pod markami ATMAN i Thinx Poland firma świadczy usługi telekomunikacyjne w oparciu o własne sieci światłowodowe i trzy centra danych, mające łącznie 8 300 mkw. powierzchni technicznej. Oprócz usług kolokacji i hostingu serwerów spółka świadczy usługi transmisji danych i usługi światłowodowe oraz dostępu do Internetu dla firm i instytucji.
- W maju 2012 roku ATM zakończył proces podziału na dwie niezależne kapitałowo spółki notowane na GPW w W-wie. Obecnie od II kwartału 2012 roku ATM S.A. zajmuje się wyłącznie działalnością telekomunikacyjną, natomiast ATM Systemy Informatyczne S.A. realizuje działalność w obszarze integracji systemów teleinformatycznych. Celem podziału było uproszczenie struktury grupy kapitałowej, tak aby dwa najważniejsze obszary działalności były realizowane przez niezależne od siebie spółki giełdowe prowadzące jednorodną działalność, podlegające łatwiejszej wycenie i lepiej odpowiadające preferencjom różnych inwestorów.
- Do największych czynników wzrostu popytu na usługi ATM należy zaliczyć wzrost ilości przesyłanych i magazynowanych danych w Internecie, postępującą cyfryzację, a także popularyzację outsourcingu usług teleinformatycznych np. w modelu cloud computingu. Isotne znaczenie dla wzrostu popytu na usługi spółki powinna mieć także popularyzacja w Polsce przez operatorów mobilnych technologii LTE. Naszym zdaniem duży potencjał ATM pokazują ostatnie transakcje M&A w branży, które były wyceniane z mnożnikami EV/EBITDA powyżej 10x.
- ATM opublikował dobre wyniki za H1/12. Przychody wzrosły o 47% r/r do PLN 96,9 mln, a marża netto (bez uwzględnienia kontraktu OST 112) osiągnęła 11,2%. Net gearing, który pod koniec czerwca 2012 wynosił 36,7%, pozostaje poniżej mediany naszej grupy porównawczej. Na podstawie naszego modelu DCF (waga 70%) oraz analizy peer group (30%) wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową dla akcji ATM w wysokości PLN 10, która implikuje 25,2% potencjał wzrostu.

PLN m ln	2008	2009	2010	2011	2012 E*	2013 E
Przychody netto	267,45	286,46	401,78	444,58	198,18	225,92
EBITDA	30,56	36,16	55,83	57,50	41,62	48,01
EBIT	14,31	16,88	33,15	31,62	23,78	28,24
Zysk netto	9,83	9,83	20,44	16,32	13,70	17,26
EPS	0,27	0,27	0,56	0,45	0,38	0,47
Tangible BVPS	6,09	6,31	6,85	7,08	6,27	6,74
RoE	4,17%	4,07%	7,93%	6,01%	5,44%	7,29%
Marża EBIT	5,35 %	5,89 %	8,25 %	7,11 %	12,00 %	12,50 %
C/Z	29,26	29,54	14,21	17,79	21,19	16,82
P/Tangible BVPS	1,31	1,27	1,17	1,13	1,27	1,18
EV/EBITDA	12,23	10,33	6,69	6,50	8,98	7,78

* podział ATM na dwie spółki i wydzielenie działalności IT

Spis treści

1	Profil spółki.....	3
2	Analiza SWOT.....	3
3	Wycena.....	4
4	Wyniki I półrocza 2012 i prognoza.....	6
5	Model biznesowy.....	11
6	Rynek telekomunikacyjny w Polsce.....	12
7	Rachunek zysków i strat.....	14
8	Bilans.....	15
9	Rachunek przepływów pieniężnych.....	16
10	Wskaźniki finansowe.....	16
11	DISCLAIMER.....	19

1 Profil spółki

ATM S.A., którego korzenie sięgają 1987 roku, jest operatorem telekomunikacyjnym i liderem usług kolokacji (data center) w Polsce oraz jednym z czołowych operatorów centrów danych w Europie Środkowo-Wschodniej. Jako operator telekomunikacyjny oferuje m.in. usługi szerokopasmowej transmisji danych oraz dostępu do Internetu dla firm i instytucji. Na infrastrukturę teleinformatyczną ATM składają się: trzy nowoczesne centra danych o łącznej powierzchni 8 300 m², dysponujące zasilaniem 42 MW, i własna ogólnopolska sieć światłowodowa. Swoje usługi firma świadczy pod markami handlowymi ATMAN i Thinx Poland. ATM S.A. jest notowany na GPW od 2004 roku i zatrudnia blisko 180 pracowników.

2 Analiza SWOT

Strengths/Mocne strony	Weaknesses/Słabe strony
<ul style="list-style-type: none"> - Wiodący dostawca usług teleinformatycznych dla biznesu, w tym w szczególności kolokacji i hostingu, w Polsce oraz w regionie CEE - Rozbudowa centrów danych jedynie gdy poprzednie obiekty są wynajęte co najmniej w 75%; przez to mniejsze ryzyko inwestycji - ATM posiada jedną z największych miejskich sieci światłowodowych, zlokalizowaną w ośmiu największych miastach w Polsce; jej rynek charakteryzuje się relatywnie dużymi barierami wejścia - Baza klientów, szczególnie w segmencie centrów danych, cechuje się dużą stabilnością - ATM ma relatywnie niski net gearing - Polskie fundusze emerytalne posiadają 19,3% wszystkich akcji; zarząd ma około 34% 	<ul style="list-style-type: none"> - Current ratio wynosi mniej niż 1x - Jeden klient generuje powyżej 20% rocznych przychodów - Kontrakty rządowe mają znaczący udział w przychodach ATM - Kontrakt na numer alarmowy "112", który jest jednym z największych kontraktów publicznych ostatnich lat, generuje tylko niskie marże brutto, ponieważ większość prac jest wykonywana przez podwykonawców ATM - Klienci z sektorów telekomunikacja i finanse mają ponad 70% udział w przychodach ATM
Opportunities/Szanse	Threats/Źagrożenia
<ul style="list-style-type: none"> - Bardziej ukierunkowany i przejrzysty model biznesowy po spin-offie ATM SI powinien ułatwić wycenę ATM; ponadto ATM i ATM SI mogą obecnie oferować usługi dla konkurencyjnych firm (np. ATM dla innych integratorów IT) - Popyt na szybkie łącza szerokopasmowe rośnie bez przerwy, głównie przez większe wolumeny danych, technologię mobilną LTE oraz online wideo - Cloud computing staje się coraz bardziej popularny; firmy, które to oferują, wykorzystują infrastrukturę dostawców data center, takich jak np. ATM - Wzrost znaczenia i popularyzacja korzystania z usług IT i data center w modelu outsourcingowym, który pozwala na istotną optymalizację kosztów; niektóre podmioty np. banki są prawnie zobligowane do utrzymywania drugiego/zapasowego centrum danych zlokalizowanego poza własną siedzibą - Wzrost inwestycji w infrastrukturę teleinformatyczną przez dotacje unijne - Spółka stowarzyszona Linx, która posiada centrum danych w Sankt Petersburgu, może być w następnych latach beneficjentem ogromnego potencjału rosyjskiego rynku - Model biznesowy ATM pozwala na wypłatę wysokich dywidend w długim terminie 	<ul style="list-style-type: none"> - Ryzyko związane z działalnością spółki stowarzyszonej Linx w Rosji - Ryzyko płynnościowe związane z wysokimi wydatkami inwestycyjnymi - Utrata kluczowych pracowników - Ryzyko związane z wahaniami kursów walut (ATM generuje większość przychodów w PLN, natomiast kupuje sprzęt w EUR oraz USD)

3 Wycena

W celu uwzględnienia aktualnych wycen rynkowych, wyceniliśmy ATM przy pomocy średniej ważonej naszego modelu DCF (70%) i grupy porównawczej (30%). Nasza 12-miesięczna cena docelowa dla akcji spółki wynosi PLN 10, co implikuje potencjał wzrostu w wysokości 25,2%.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

PLN mln	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Przychody	198,18	225,92	253,93	282,38	310,61	336,24	358,09	375,10	386,36
(zmiana r/r)	-55,4%	14,0%	12,4%	11,2%	10,0%	8,3%	6,5%	4,8%	3,0%
Zysk operacyjny	23,78	28,24	33,27	40,10	46,59	51,44	54,79	57,02	58,80
(Marża operacyjna)	12,0%	12,5%	13,1%	14,2%	15,0%	15,3%	15,3%	15,2%	15,2%
NOPLAT	19,26	22,87	26,95	32,48	37,74	41,67	44,38	46,18	47,63
+ Amortyzacja	17,84	19,77	21,58	23,30	24,85	26,06	26,86	27,20	27,24
= Przepływy operacyjne netto	37,10	42,64	48,53	55,77	62,59	67,73	71,24	73,38	74,87
- Inwestycje (Capex oraz WC)	-14,91	-43,99	-44,58	-37,12	-38,78	-39,67	-39,95	-39,59	-38,77
Capex	19,56	-46,18	-46,45	-38,85	-40,24	-40,72	-40,53	-39,65	-38,29
Working Capital	-34,47	2,19	1,87	1,73	1,46	1,05	0,57	0,05	-0,48
= Free Cash flow (FCF)	22,18	-1,35	3,95	18,66	23,81	28,06	31,28	33,79	36,10
Wartość aktualna FCF's	21,59	-1,19	3,18	13,65	15,84	16,98	17,21	16,91	16,43

Wartość bieżąca wolnych przepływów	120,60
Wartość bieżąca wartości końcowej	277,47

Wartość firmy 398,07

+ gotówka / - wartość zobowiązań finansowych -83,21

Wartość kapitału własnego 314,86

Liczba akcji (mln) 36,34

WACC 10,0%

Koszty kapitału własnego 13,0%

Koszty długu przed opodatkowaniem 6,7%

Stopa podatkowa 19,0%

Koszty długu po opodatkowaniu 5,4%

Udział kapitału własnego 60,0%

Udział długu 40,0%

Wartość na akcje w PLN 8,66

Wartość na akcje w PLN (12 miesięcy) 9,53

Terminal EBIT margin

	12,2%	13,2%	14,2%	15,2%	16,2%	17,2%	18,2%
6,0%	22,55	24,58	26,61	28,64	30,68	32,71	34,74
7,0%	15,98	17,39	18,79	20,20	21,60	23,01	24,41
8,0%	12,06	13,10	14,14	15,18	16,22	17,26	18,30
9,0%	9,46	10,27	11,07	11,87	12,67	13,47	14,27
10,0%	7,62	8,25	8,89	9,53	10,16	10,80	11,44
11,0%	6,24	6,76	7,27	7,79	8,31	8,82	9,34
12,0%	5,17	5,60	6,02	6,45	6,88	7,30	7,73

Źródło: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Analiza grupy porównawczej

Nasza grupa porównawcza zawiera sześć spółek z Polski, Wielkiej Brytanii, Holandii oraz z USA, które oferują podobne usługi jak ATM:

- (1) *Hawe S.A.*: Hawe, którego siedziba mieści się w Warszawie, zajmuje się budową sieci telekomunikacyjnych i elektrycznych, dzierżawą światłowodów oraz dystrybucją urządzeń telekomunikacyjnych. Ponadto spółka świadczy usługi transmisji danych i telekomunikacyjne dla klientów korporacyjnych, takie jak szerokopasmowy dostęp do Internetu, VoIP oraz IPTV. W 2011 roku HAWE wypracowało przychody w wysokości PLN 140 mln.
- (2) *Equinix Inc.*: Equinix, który ma swoją siedzibę w Redwood City/USA, posiada globalną platformę centrów danych w 38 krajach. Obecnie platforma Equinix łączy ponad 4 000 przedsiębiorstw, które oferują treści cyfrowe, usługi finansowe i cloud computing, oraz ponad 690 dostawców usług sieciowych. W 2011 roku Equinix wypracował przychody w wysokości USD 1,6 miliardów.

- (3) *Level 3 Communications Inc.*: Level 3 Communications z siedzibą w Broomfield/USA jest dostawcą różnego rodzaju zintegrowanych usług komunikacyjnych i dystrybucji treści, takich jak dostęp do Internetu, Ethernet Virtual Private Networks, VoIP, caching i downloading, video streaming, kolokacja oraz centra danych. Przychody Level 3 Communications w 2011 roku wynosiły USD 4,3 miliarda.
- (4) *TeleCity Group PLC*: TeleCity z siedzibą w Londynie posiada centra danych w Amsterdamie, Dublinie, Frankfurt, Londynie, Manchesterze, Mediolanie, Paryżu oraz Sztokholmie. Centra danych TeleCity zapewniają bezpieczne otoczenie dla urządzeń telekomunikacyjnych i IT, które przechowują np. aplikacje i treści. W 2011 roku Telecity miało przychody w wysokości GBP 239,8 mln.
- (5) *InterXion Holding NV*: InterXion Holding, który ma swoją siedzibę w Schiphol-Rink/Holandia, oferuje niezależne usługi kolokacji centrów danych w Europie. Spółka wspiera swoich ponad 1 200 klientów poprzez 28 centrów danych w 11 krajach. Centra danych InterXion są miejscem, które ułatwia przetwarzanie, przechowywanie, dzielenie oraz dystrybucję danych i aplikacji wśród operatorów i klientów. W 2011 roku przychody spółki wynosiły EUR 244,3 mln.
- (6) *CenturyLink Inc.*: CenturyLink, który ma swoją siedzibę w Monroe/USA, jest zintegrowaną firmą komunikacyjną, która oferuje różnego rodzaju usługi telekomunikacyjne klientom indywidualnym, biznesowym, rządowym oraz hurtowym. Usługi komunikacyjne spółki obejmują dostęp do internetu, szerokopasmową i bezprzewodową transmisję danych, managed hosting, kolokację i wideo. W 2011 roku CenturyLink wypracowało przychody w wysokości USD 15,4 miliardów.

Najważniejsi nienotowani konkurenci ATM to:

- (1) *GTS Energies*: GTS Central Europe (GTS CE) jest największym alternatywnym operatorem w regionie CEE i posiada obecnie około 40 000 klientów korporacyjnych. GTS CE dostarcza dostęp do Internetu oraz usługi związane z transmisją danych i telefonią stacjonarną dla klientów korporacyjnych w Czechach, na Słowacji, Węgrzech, w Rumunii oraz w Polsce. GTS CE jest własnością konsorcjum funduszy private equity, które obejmuje Columbia Capital, M/C Venture Partners, Innova Capital, HarbourVest Partners, Oak Investment Partners oraz Bessemer Venture Partners.
- (2) *Exatel*: Exatel, który jest częścią notowanej Grupy PGE S.A., jest jednym z wiodących alternatywnych operatorów telekomunikacyjnych. Jego oferta usług obejmuje transmisję danych, dzierżawę łączy, usługi transmisji danych i dostępu do Internetu, oraz hosting i kolokację. Exatel posiada ponad 1 500 klientów w Polsce, wśród nich operatorów telekomunikacyjnych oraz duże i średnie przedsiębiorstwa z różnych sektorów gospodarki, takich jak finanse czy energetyka. Spółka obsługuje najnowocześniejszą sieć telekomunikacyjną w Polsce o długości ponad 20 000 km światłowodów. Jest ona podłączona do 80 krajowych i 60 zagranicznych operatorów, co pozwala na transmisję danych na terenie całej Centralnej Europy.

- (3) *TK Telekom*: Z siecią miedziovą i światłowodową, która obejmuje cały kraj i ma prawie 30 000 km długości, TK Telekom zajmuje czołową pozycję wśród operatorów sieci w Polsce. Spółka oferuje transmisję danych, dzierżawę łączy, dostęp do Internetu oraz usługi głosowe i zaspokaja w ten sposób potrzeby operatorów telekomunikacyjnych oraz klientów rządowych i korporacyjnych. Właścicielami TK Telekom są Skarb Państwa z udziałem około 52% oraz państwowy operator kolejowy PKP S.A. z udziałem około 48%.

Spółka	EV/EBITDA		EV/EBIT		C/Z		Marża EBITDA	Net gearing	C/WK
	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	ostatnia	ostatnia	ostania
HAWE S.A. (PLN)*	3,88	12,13	4,07	13,31	3,85	9,93	41,84%	45,13%	1,58
Equinix Inc. (USD)	13,14	11,13	28,46	22,69	72,27	50,48	43,01%	106,39%	4,53
Level 3 Communications Inc. (USD)	8,86	7,56	21,02	14,76	neg.	54,83	21,03%	632,54%	4,27
TeleCity Group PLC (GBP)	14,85	12,29	21,68	17,04	28,07	22,38	45,56%	62,86%	5,39
InterXion Holding NV (EUR)	10,60	8,71	17,53	14,57	29,66	23,60	40,12%	48,43%	2,90
CenturyLink Inc. (USD)	6,27	6,27	15,07	13,95	16,51	16,67	44,23%	104,89%	1,29
Median	9,73	9,92	19,27	14,67	28,07	22,99	42,43%	83,87%	3,58
ATM S.A. (PLN)	8,98	7,78	15,71	13,23	21,19	16,82	32,68%	36,67%	1,28
<i>Premia/Dyskonto</i>	-7,71%	-21,55%	-18,49%	-9,80%	-24,52%	-26,82%			

Wartość godziwa ATM S.A. (PLN) 10,10

* Prognozy na podstawie aktualnego raportu analitycznego, który jest dostępny na stronie internetowej spółki

Źródło: Dr. Kalliwoda Research GmbH, Thomson Reuters Knowledge

Na podstawie naszej grupy porównawczej ATM jest obecnie wyceniany z wyraźnym dyskontem do swoich konkurentów. Naszym zdaniem powodem, dla którego spółka generuje o wiele niższe marże niż podobne przedsiębiorstwa, jest relatywnie wczesny etap rozwoju polskiego rynku usług opartych o centra dane, które są obecnie głównym źródłem przychodów spółki. Na podstawie grupy porównawczej wartość godziwa ATM wynosi PLN 10,10.

4 Wyniki I półrocza 2012 i prognoza

Przychody

W pierwszym półroczu 2012 ATM wypracował przychody w wysokości PLN 96,9 mln, które zwiększyły się o 47% r/r. Bez przychodów z kontraktu „OST 112” obroty wynosiły PLN 60,6 mln (+6% r/r). „OST 112” to kontrakt na świadczenie usług telekomunikacyjnych w ramach obsługi sieci teleinformatycznej na potrzeby ogólnopolskiego numeru alarmowego „112”. Z racji na realizację całości części telekomunikacyjnej tego kontraktu przez podwykonawców ATM, marża brutto spółki jest znikoma i wynika wyłącznie z zarządzania całością kontraktu. Kontrakt ten w sposób istotny odbiega od podstawowej działalności spółki i jest pozostałością poprzedniej struktury kapitałowej (z przed wydzielenia z ATM części działalności informatycznej), dlatego też całość przychodów podlega wyłączeniu przy dalszej analizie.

W pierwszym półroczu 2012 po raz pierwszy wyniki finansowe nie uwzględniały wyników wydzielonej z ATM działalności informatycznej, tj. spółek ATM Systemy Informatyczne S.A., ATM Software Sp. z.o.o, Impulsy Sp. z.o.o oraz Sputnik Software Sp. z.o.o.. Zarząd ATM zdecydował o przeprowadzeniu tzw. spin-offu, w ramach którego cała działalność IT została przeniesiona do ATM Systemy Informatyczne S.A. (ATM SI) i wprowadzona na GPW w maju 2012. Wówczas też za każdą akcję ATM akcjonariusze otrzymali jedną nową akcję ATM Systemy Informatyczne. Z punktu widzenia analizy wyników historycznych i przedstawionych prognoz przychodów i zysków należy uwzględnić fakt wyłączenia z ATM całej działalności IT do niezależnej spółki.

Wyniki H1/12 w porównaniu z rokiem poprzednim

H1/2012 w porównaniu z rokiem poprzednim

PLN mln	I pół. 2012	I pół. 2011	Różnica (%)
Przychody netto	96,90	65,92	47,0%
bez "OST 112"	60,57	57,14	6,0%
EBITDA	19,80	17,45	13,4%
Marża EBITDA	20,4%	26,5%	
Marża EBITDA (bez "OST 112")	32,7%	30,5%	
EBIT	9,90	8,39	18,1%
Marża EBIT	10,2%	12,7%	
Marża EBIT (bez "OST 112")	16,3%	14,7%	
Zysk netto	6,80	10,33	-34,2%
Marża netto	7,0%	15,7%	
Marża netto (bez "OST 112")	11,2%	18,1%	

Źródło: Informacje spółki, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Struktura przychodów H1/12 w porównaniu z H1/11

Przychody i marże brutto według segmentów H1/12 vs. H1/11

	I pół. 2012	I pół. 2011		I pół. 2012	I pół. 2011
Telekomunikacja			Konsolidacja		
Przychody PLN mln	95,66	64,82	Przychody PLN mln	-0,03	-0,14
Udział w przychodach grupy	98,7%	98,3%	Udział w przychodach grupy	0,0%	-0,2%
Marża brutto (bez "OST 112")	59,1%	60,2%			
mPAY			Grupa		
Przychody PLN mln	1,28	1,24	Przychody netto	96,91	65,92
Udział w przychodach grupy	1,3%	1,9%	Różnica r/r	47,0%	
Marża brutto (bez "OST 112")	95,8%	68,9%			

Źródło: Informacje spółki, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Rentowność

W pierwszym półroczu EBIT ATM wzrósł o 18,1% r/r do PLN 9,9 mln, tak więc znacznie bardziej niż przychody ze sprzedaży (z wyłączeniem kontraktu „OST 112“). Ze względu na dużą dzwignię operacyjną modelu biznesowego spółki marża operacyjna (bez „OST 112“) zwiększyła się z 14,7% w H1/11 do 16,3%. Na wynik netto, który zmniejszył się o 34,2% r/r do PLN 6,8 mln, wpłynęły następujące zdarzenia: (1) sprzedaż 60% udziałów w spółce inONE S.A. w I kw. 2011, która jednorazowo zwiększyła wynik finansowy 2011 roku o PLN 4,2 mln oraz (2) jednorazowy odpis aktualizacyjny w wysokości PLN 1,4 mln z powodu ogłoszenia upadłości likwidacyjnej spółki zależnej mPAY International Sp. z.o.o. Dodatkowo należy zauważyć, że likwidacja mPAY International Sp. z.o.o, która nie prowadziła w ostatnich latach działalności operacyjnej, nie ma żadnego wpływu na funkcjonowanie jej jedyne wartościowego aktywa mPAY S.A. i nie wiąże się z żadnym wypływem środków pieniężnych z ATM S.A.

Bilans i rachunek przepływów pieniężnych

30 czerwca 2012 najważniejszą pozycją w bilansie ATM były środki trwałe, które zawierają między innymi nieruchomości, sprzęt oraz infrastrukturę sieciową i telekomunikacyjną. Mimo iż ATM przeprowadził spin-off ATM Systemy Informatyczne S.A. w maju 2012, środki trwałe zmniejszyły się tylko nieznacznie z PLN 218,2 mln pod koniec grudnia 2011 do PLN 204,3 mln.

Inne ważne pozycje bilansowe stanowiły kapitał własny (PLN 229,4 mln), należności (PLN 65,6 mln) oraz inwestycje w spółki stowarzyszone (PLN 67,5 mln). Inwestycje konsolidowane metodą praw własności mają związek z 21,3% udziałem ATM w holenderskiej firmie Linx Telecommunications BV, która oferuje rozwiązania telekomunikacyjne oraz usługi związane z centrami danych w Rosji, Estonii i Polsce.

Pod koniec czerwca 2012 zadłużenie odsetkowe ATM wynosiło PLN 88,9 mln i obejmowało kredyty i zobowiązania leasingowe w wysokości PLN 29,3 mln (krótkoterminowe) i PLN 59,6 mln (długoterminowe). Biorąc pod uwagę stan środków pieniężnych, który 30 czerwca 2012 wynosił PLN 5,7 mln, zadłużenie netto spółki sumowało się na PLN 83,2 mln (Net gearing 36,7%) i nie przekroczyło dopuszczalnego przez Zarząd poziomu zadłużenia w wysokości 2x roczna EBITDA.

W pierwszym półroczu 2012 przepływy operacyjne ATM wyniosły PLN -23,8 mln wobec PLN -6,9 mln rok wcześniej. Było to wynikiem (1) silnego spadku zysku netto r/r oraz (2) dużo wyższych inwestycji w kapitał obrotowy (PLN 35,7 mln vs. PLN 20,4 mln w H1/11). Mimo poprawy przepływów z działalności inwestycyjnej (PLN -9,5 mln vs. PLN -11,6 mln w H1/11) ATM odnotował spadek środków pieniężnych z PLN 56,6 mln na początku stycznia do PLN 5,7 mln, co jest zjawiskiem normalnych dla tej części roku, gdyż spółka dokonała spłaty zobowiązań krótkoterminowych (głównie z tytułu dostaw i usług), które zmniejszyły się PLN 192,2 mln na koniec 2011 r. do PLN 80,75 mln. Ze względu na korektę podziałową w związku ze wydzieleniem ATM SI S.A. ujemny wynik przepływów z działalności finansowej wzrósł z PLN -10,6 mln w H1/11 do PLN -17,6 mln.

Prognoza

Naszym zdaniem działalność telekomunikacyjna ATM, która obejmuje świadczenie usług opartych o centra danych (kolokacja i hosting) oraz transmisję danych i dostęp do Internetu ma znakomite perspektywy generowania przychodów i zysków w przyszłości.

Polski rynek usług centrów danych, na którym ATM jest niekwestionowanym liderem, jest w początkowej fazie rozwoju w stosunku do dojrzałych rynków Europy Zachodniej (np. Niemcy, Wielka Brytania czy też Holandia) i w najbliższych latach z racji na swoją dynamikę wzrostu powinien istotnie zbliżyć się do wielkości reprezentowanych przez rynki dojrzałe, co istotnie może wpłynąć na wzrost przychodów i zysków generowanych przez ATM. Jednocześnie rynek polski jest największy w tej części Europy Środkowo-Wschodniej i charakteryzuje się nieustannie wzrastającym popytem zarówno wewnętrznym jak i zewnętrznym. Do głównych czynników wzrostu popytu na usługi ATM należy zaliczyć rosnące wolumeny danych przesyłanych w sieci Internet, coraz większą popularność wideo online oraz popularyzację technologii LTE (szybka mobilna transmisja danych), co też pozytywnie wpływa na popyt na szerokopasmowe łącza oraz magazynowanie i przetwarzanie danych w centrach danych. Ponadto firmy i instytucje w Polsce poszukując dodatkowych oszczędności w obszarze nakładów inwestycyjnych (CAPEX) w coraz większym stopniu będą korzystać z outsourcingu rozliczanym w modelu usługowym (OPEX), co będzie stanowić istotnych czynnik wzrostu popytu na usługi takich firm jak ATM.

Spółka, aby zaspokoić wzrastający popyt rynkowy, będzie kontynuować rozwój własnych zasobów telekomunikacyjnych, w tym Centrum Danych Thinx Poland oraz rozbudowę Centrum Danych ATMAN w Warszawie. Polityka inwestycyjna ATM zakłada budowę kolejnego obiektu serwerowni w ramach poszczególnych centrów danych w momencie, gdy poprzednie obiekty są wynajęte co najmniej w 75%. Ma to zapewnić możliwość ciągłego wzrostu przychodów, a także pozwala ATM finansować projekty inwestycyjne ze środków własnych oraz przy wykorzystaniu leasingu.

Spółka zależna mPAY S.A., w której ATM posiada pośrednio 83,7% udziałów, dobrze uplasowała swoją ofertę w segmencie płatności mobilnych na polskim rynku. Została ona jednak uwzględniona w naszym modelu tylko w 2012 roku ponieważ Zarząd ATM nie uważa jej za swój główny obszar działalności biznesowej i planuje sprzedaż tego aktywa finansowego w krótkookresowym horyzoncie czasowym. Uważamy, iż poza przychodami z oferowania dostępu do Internetu, który podobnie jak w przypadku innych operatorów telekomunikacyjnych narażony jest na systematyczny spadek cen jednostkowych, wszystkie pozostałe przychody z usług telekomunikacyjnych, które oferuje ATM, mają duży potencjał wzrostu w najbliższych okresach.

Przychody telekomunikacyjne ATM od kilkunastu kwartałów generują systematyczny wzrost, który powinien zostać utrzymany w kolejnych okresach. Na poziomie skonsolidowanym z powodu spin-offu ATM Systemy Informatyczne S.A., które realizuje obecnie samodzielnie dotychczasową działalność ATM na rynku IT, przychody skonsolidowane w 2012 roku będą znacząco poniżej tych w roku ubiegłym. Jednak oczekujemy, iż w ciągu następnych lat wzrosną o 12-14% w związku z dynamicznym rozwojem usług powiązanych z centrami danych i dzierżawy łącza światłowodowych.

Ponieważ działalność telekomunikacyjna generuje wysokie marże brutto, spodziewamy się, iż marże EBIT ATM wzrosną z 7,1% w 2011 do 15%-15,5% w długim terminie. Jednocześnie firma będzie nadal inwestować duże kwoty w swoją infrastrukturę techniczną (np. modernizację sieci światłowodowych, zwiększenie powierzchni w centrach danych), co jest powodem, dla którego oczekujemy w przyszłości rocznego CAPEX-u na poziomie PLN 30-45 mln. Od 2015 roku, kiedy ATM powinien zakończyć swoje główne inwestycje, spodziewamy się pozytywnych wolnych przepływów pieniężnych i roczny współczynnik wypłaty dywidendy na poziomie 70%.

Linx Telecommunications, którego ATM obecnie konsoliduje metodą praw własności, posiada naszym zdaniem równie duży potencjał do wzrostu, ponieważ koncentruje swoją działalność na bardzo perspektywicznym i szybko rozwijającym się rynku rosyjskim. Spółka ta otworzyła w Sankt Petersburgu jedno z największych i najnowocześniejszych centrum danych w Rosji.

Nasze prognozy 2012E-2014E

Nasze prognozy 2012E-2014E			
PLN mln	2012E	2013E	2014E
Przychody netto	198,18	225,92	253,93
<i>w tym: kolokacja i hosting (centra danych)</i>	<i>42,0%</i>	<i>44,0%</i>	<i>46,0%</i>
<i>w tym: transmisja danych/usługi światłowod.</i>	<i>39,0%</i>	<i>39,0%</i>	<i>39,0%</i>
<i>w tym: dostęp do internetu</i>	<i>18,0%</i>	<i>17,0%</i>	<i>15,0%</i>
<i>w tym: mPAY</i>	<i>1,2%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
EBITDA	41,62	48,01	54,85
Marża EBITDA	21,0%	21,3%	21,6%
EBIT	23,78	28,24	33,27
Marża EBIT	12,0%	12,5%	13,1%
Zysk netto	13,70	17,26	21,28
Marża netto	6,9%	7,6%	8,4%

Źródło: Dr. Kalliwoda Research GmbH

5 Model biznesowy

ATM S.A. z siedzibą w Warszawie jest pierwszą firmą, która zaoferowała komercyjny dostęp do Internetu w Polsce. Spółka, która istnieje jako Sp. z o.o od 1993 roku i początkowo była integratorem IT, weszła w segment telekomunikacyjny w 2001 roku. Jako jedyny polski operator ATM jest obecny w trzech największych węzłach międzyoperatorskich w Europie: w Amsterdamie (AMS-IX), Frankfurtcie (DE-CIX) i Londynie (LINX).

Po wydzieleniu i wprowadzeniu na GPW jego działalności IT w maju 2012 (spółka ATM Systemy Informatyczne) podstawowa działalność „nowego ATM” obejmuje dostarczanie szybkich połączeń z Internetem, transmisję danych, dzierżawę łączy światłowodowych, hosting, kolokację dla klientów biznesowych, operatorów telekomunikacyjnych oraz instytucji finansowych. ATM, który posiada sieć obejmująca 75 000 km światłowodów w ośmiu największych polskich miastach oraz 4 500 km połączeń międzymiastowych i 4 400 km międzynarodowych, obsługuje jedną z największych miejskich sieci światłowodowych w Polsce.

Klientami ATM jest ponad 1 000 podmiotów m.in. operatorzy telekomunikacyjni, portale internetowe, instytucje finansowe oraz klienci z sektorów przemysł, handel i usługi. Z udziałem ponad 70% klienci z sektorów Telekomunikacja oraz Finanse/Ubezpieczenia mają najwyższy udział w przychodach.

Poniżej znajduje się szczegółowy opis oferty usług ATM:

Kolokacja i hosting

Pod markami ATMAN i Thinx Poland ATM oferuje usługi kolokacji (wynajem powierzchni pod hardware z zapewnieniem dostaw energii i łączy sieciowych) oraz usługi związane z hostingiem (wynajem dedykowanych serwerów z dostępem do internetu) we własnych centrach danych w Warszawie (2) oraz w Katowicach (1). Z usługi korzystają podmioty, które chcą outsourcować swoje centra danych lub potrzebują drugiego ośrodka, aby zabezpieczyć się przeciwko nieprzewidywanym zdarzeniom. Według ATM z jego usług centrów danych korzysta obecnie ponad 400 klientów z Polski i za granicy. Obecnie przychody z kolokacji i hostingu – ATM otrzymuje stałą opłatę za każdy metr kwadratowy wydzierżawionej powierzchni - stanowią 39% wszystkich obrotów telekomunikacyjnych spółki (bez „OST 112“).

Holenderska spółka stowarzyszona Linx Telecommunications BV, w której ATM S.A. posiada 21,3% akcji, oferuje również usługi związane z kolokacją i hostingiem w Estonii i Rosji. Centrum danych w St. Petersburgu, które należy do Linx Telecommunications BV, będzie docelowo posiadać około 10 000 metrów kwadratowych powierzchni i jest jednym z większych tego typu obiektów w Rosji.

Transmisja danych oraz usługi światłowodowe

ATM posiada własne miejskie sieci światłowodowe w Warszawie, Katowicach, Gdańsku, Lublinie, Łodzi, Krakowie, Poznaniu i Wrocławiu. Spółka oferuje szerokopasmową transmisję danych i inne usługi światłowodowe (np. dzierżawę łącza) na terenie całej Polski. Według Zarządu ATM przychody z transmisji danych/usług światłowodowych stanowią aktualnie ponad 35% wszystkich obrotów telekomunikacyjnych spółki.

Dostęp do internetu

Pod markami ATMAN i Thinx Poland ATM oferuje dostęp do internetu dla operatorów telekomunikacyjnych, Internet and Application Service Providers (ISPs/ASPs) oraz klientów biznesowych. Firma posiada łącza z większością polskich i kilkoma największymi międzynarodowymi sieciami internetowymi. Według ATM przychody z dostępu do Internetu mają około 18% udział w obrotach telekomunikacyjnych, aczkolwiek ten rodzaj usług podobnie jak w przypadku innych operatorów hurtowych cechuje się spadającymi cenami jednostkowymi.

6 Rynek telekomunikacyjny w Polsce

Aktualne dane rynkowe

Według Urzędu Komunikacji Elektronicznej (UKE) wolumen polskiego rynku telekomunikacyjnego w 2011 roku wyniósł PLN 43 miliardy. Przychody handlowe netto opiewały się na PLN 28,3 miliardów, z czego przychody z telefonii mobilnej stanowiły około PLN 19 miliardów (+0,6% r/r), telefonii stacjonarnej PLN 5,2 miliardy (-13,3% r/r) oraz usług dostępu do Internetu PLN 4 miliardy (-1,8% y-o-y). W 2011 roku penetracja rynku osiągnęła 123,7% w przypadku telefonii mobilnej, 8,3% dla mobilnego i 17,3% dla szerokopasmowego Internetu.

Trendy rynkowe

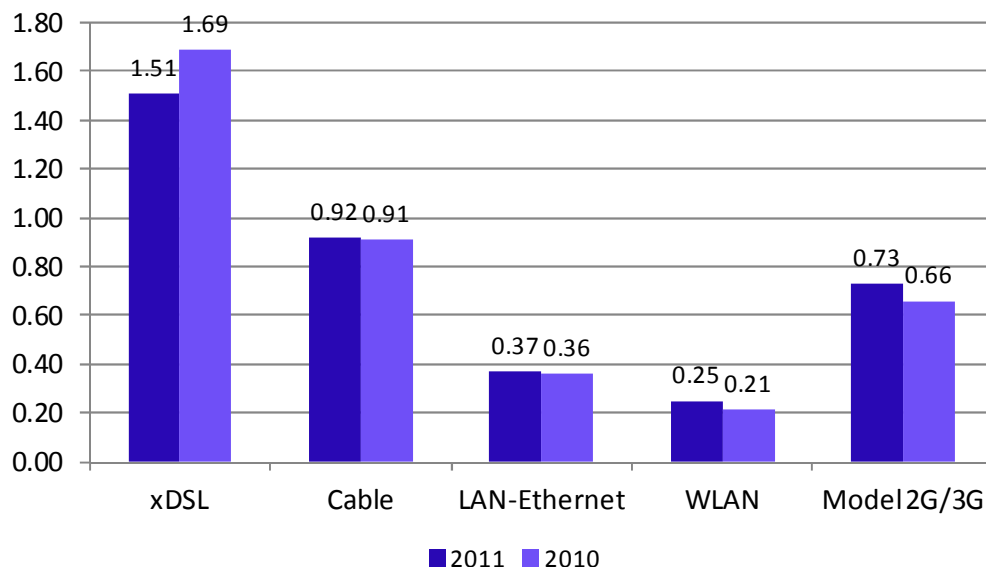
W ciągu ostatnich lat rynek telekomunikacyjny w Polsce przechodził znaczne zmiany. Po pierwsze w I kw. 2007 P4, nowy operator telefonii mobilnej, wszedł na rynek i do tej pory uzyskał 14,1% udział (+3,1% w porównaniu z rokiem 2010). Dodatkowo usługi telekomunikacyjne są w dzisiejszych czasach nie tylko dostarczane przez tradycyjnych operatorów takich jak TPSA czy Polkomtel, ale również operatorów telewizji kablowej i satelitarnej np. UPC, Multimedia Polska or Cyfrowy Polsat, którzy oferują te usługi w pakiecie z telewizją. Bardziej konkurencyjne otoczenie rynkowe – istnieją także liczni tak zwani wirtualni operatorzy – oraz łączenie różnych usług telekomunikacyjnych w pakiety doprowadziło do silnego spadku cen, co z kolei przełożyło się na zmianę preferencji konsumentów w kierunku szybkości transmisji danych i jakości usług.

Dane rynkowe z ostatnich kilku lat wyraźnie pokazują, iż większość wzrostu na polskim rynku telekomunikacyjnym pochodzi z usług transmisji danych. Prognozujemy, iż ten trend utrzyma się w następnych latach ze względu na rosnącą popularność smartphonów oraz popularyzację technologii mobilnej nowej generacji LTE. W przypadku szerokopasmowego dostępu do Internetu dostawcy telewizji kablowej powinni naszym zdaniem rosnać szybciej niż np. xDSL ponieważ są oni w stanie zaoferować szybsze łącza i niższe ceny.

Generalnie ze względu na rosnącą popularność usług transmisji danych potrzebne będą dodatkowe inwestycje w łącza transmisyjne, szczególnie sieci światłowodowe, które mają największą pojemność i w odróżnieniu do sieci miedzianych pozwalają na transmisję danych na długich odległościach.

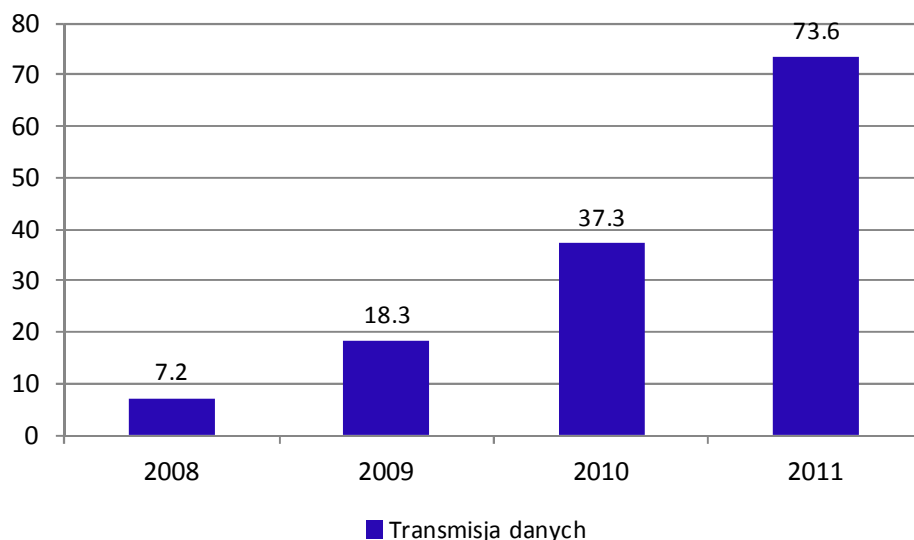
W zakresie usług głosowych telefonia stacjonarna będzie nadal tracić na korzyść telefonii mobilnej. Od 2007 roku wartość rynku telefonii stacjonarnej skurczyła się z PLN 10,7 miliardów do PLN 7,9 miliardów, a liczba użytkowników z 8,6 mln do 5,2 mln.

Przychody poszczególnych kanałów dostępu do Internetu (w miliardach zł)



Źródło: UKE, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Średni roczny wolumen mobilnej transmisji danych (w MB)



Źródło: UKE, Dr. Kalliwoda Research GmbH

7 Rachunek zysków i strat

PLN mln	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
Przychody	267,45	286,46	401,78	444,58	198,18	225,92	253,93	282,38
w tym: usługi telekomunikacyjne bez OST 112	72,80	90,37	104,23	115,00	142,12	185,12	213,13	241,58
Koszty zmienne sprzedaży	-163,92	-179,32	-271,24	-307,60	-120,89	-137,70	-154,65	-171,83
Zysk brutto	103,53	107,15	130,54	136,98	77,29	88,22	99,29	110,55
w tym: usługi telekomunikacyjne	41,54	50,55	62,27	69,00	77,29	88,22	99,29	110,55
Pozostałe przychody operacyjne	0,67	2,35	1,58	2,22	1,80	1,84	1,87	1,91
Koszty dystrybucyjne	-26,70	-27,59	-31,22	-27,83	-19,22	-21,69	-24,12	-26,54
Koszty administracyjne	-45,99	-43,48	-42,16	-50,79	-12,68	-14,35	-16,00	-17,65
Pozostałe koszty operacyjne	-0,96	-2,28	-2,91	-3,08	-5,57	-6,02	-6,19	-4,88
EBITDA	30,56	36,16	55,83	57,50	41,62	48,01	54,85	63,39
Amortyzacja	-16,25	-19,28	-22,68	-25,89	-17,84	-19,77	-21,58	-23,30
EBIT	14,31	16,88	33,15	31,62	23,78	28,24	33,27	40,10
w tym: usługi telekomunikacyjne	9,72	13,98	15,87	17,27	23,78	28,24	33,27	40,10
Wynik finansowy netto	-4,06	-5,21	-7,21	-8,81	-6,80	-6,85	-6,90	-6,95
EBT	10,25	11,67	25,94	22,81	16,98	21,39	26,37	33,15
Podatek dochodowy	-1,31	-1,80	-4,54	-6,49	-3,23	-4,06	-5,01	-6,30
Wynik mniejszości	0,89	-0,04	-0,96	-0,11	-0,05	-0,06	-0,08	-0,10
Wynik netto	9,83	9,83	20,44	16,32	13,70	17,26	21,28	26,75
EPS	0,27	0,27	0,56	0,45	0,38	0,47	0,59	0,74
DPS	0,00	0,00	0,23	0,00	0,00	0,00	0,00	0,52

8 Bilans

PLN mln	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
Suma aktywa obrotowe	123,62	94,52	197,86	168,91	54,24	61,93	72,93	76,97
Gotówka	3,98	5,96	40,27	56,57	4,35	5,05	9,01	5,89
Zapasy	14,51	6,34	26,00	15,24	3,31	3,77	4,24	4,71
Należności handlowe	93,57	63,29	117,77	87,19	40,72	46,42	52,18	58,02
Pozostałe aktywa finansowe	0,00	0,12	0,09	0,10	1,50	1,71	1,92	2,14
Przedpłaty itd.	11,57	18,81	13,73	9,80	4,36	4,97	5,59	6,21
Suma aktywa trwałe	261,95	272,20	339,01	369,73	333,42	360,33	385,85	402,04
Środki trwałe	137,45	147,24	181,65	218,17	215,00	235,00	253,50	262,70
Wartości niematerialne i prawne	31,72	33,48	67,37	64,78	49,00	55,41	61,77	68,12
Goodwill	16,59	18,58	18,58	18,58	0,13	0,13	0,13	0,13
Udziały w inwestycjach at-equity	64,65	66,61	67,64	67,32	69,00	69,69	70,39	71,09
Długoterminowe aktywa finansowe	0,08	0,08	0,08	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00
Inne aktywa długoterminowe	9,83	5,17	2,31	0,81	0,29	0,10	0,06	0,00
Podatek odroczoney	1,64	1,04	1,37	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktywa	385,57	366,72	536,87	538,64	387,66	422,25	458,78	479,01
Zobowiązania krótkoterminowe	113,17	89,82	205,72	192,19	80,44	88,27	95,98	103,60
Zobowiązania handlowe	66,54	50,32	143,78	105,07	40,63	45,53	50,28	54,93
Pozostałe zobowiązania	17,54	19,89	32,09	30,98	13,81	15,74	17,70	19,68
Krótkoterminowy dług finansowy	15,65	7,70	13,85	41,34	14,00	14,50	15,00	15,50
Rezerwa	0,77	0,31	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pozostałe zobowiązania finansowe	12,68	11,60	16,00	14,80	12,00	12,50	13,00	13,50
Zobowiązania długoterminowe	30,63	20,86	55,87	63,36	71,85	81,29	88,75	93,23
Długoterminowe zobowiązania finansowe	3,49	2,62	1,89	2,10	34,00	35,50	37,00	38,50
Pozostałe zobowiązania finansowe	24,16	15,75	22,55	28,96	24,00	30,00	34,00	35,00
Pozostałe zobowiązania	2,90	2,49	31,44	31,07	13,85	15,79	17,75	19,73
Rezerwa	0,09	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Podatek odroczoney	0,00	0,00	0,00	1,22	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitał własny	235,70	247,82	267,46	275,77	228,00	245,26	266,54	274,56
Udział mniejszości	6,07	8,22	7,81	7,32	7,37	7,43	7,51	7,61
Pasywa	385,57	366,72	536,87	538,64	387,66	422,25	458,78	479,01

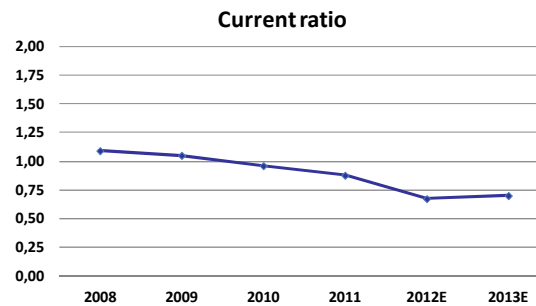
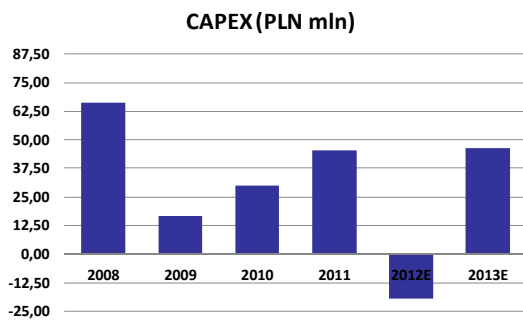
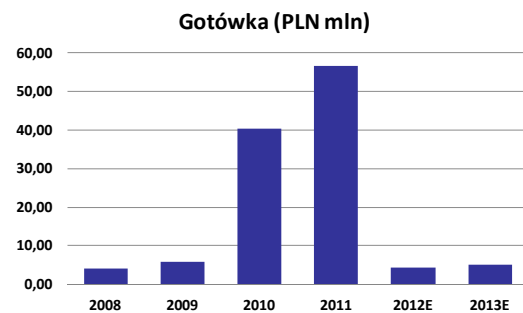
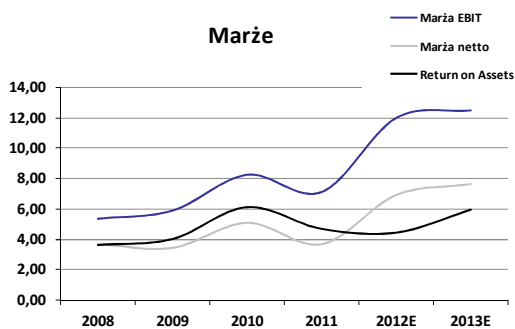
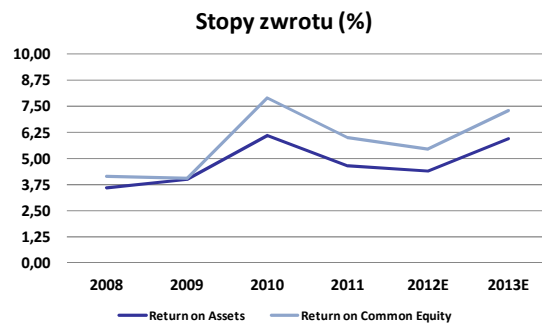
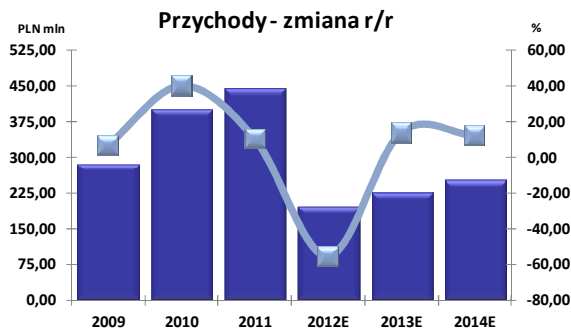
9 Rachunek przepływów pieniężnych

PLN mln	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
Zysk netto	9,83	9,83	20,44	16,32	13,70	17,26	21,28	26,75
Amortyzacja	16,25	19,28	22,68	25,89	17,84	19,77	21,58	23,30
Zmiana kapitału obrotowego	-8,99	21,43	26,61	12,03	-34,47	2,19	1,87	1,73
Inne	-0,78	-6,76	11,46	2,24	-1,22	0,00	0,00	0,00
Przepływy operacyjne netto	16,31	43,77	81,19	56,49	-4,16	39,22	44,73	51,78
Przepływy inwestycyjne	-66,38	-16,59	-29,81	-45,33	19,56	-46,18	-46,45	-38,85
Free cash flow	-50,07	27,18	51,38	11,16	15,40	-6,96	-1,72	12,93
Przepływy finansowe	-15,70	-25,20	-17,07	5,14	-67,62	7,66	5,67	-16,04
Zmiana gotówki	-65,77	1,98	34,31	16,28	-52,22	0,70	3,95	-3,12
Gotówka, początek roku	69,76	3,98	5,96	40,27	56,57	4,35	5,05	9,01
Gotówka, koniec roku	3,99	5,96	40,27	56,57	4,35	5,05	9,01	5,89
Free cash flow per share	-1,38	0,75	1,41	0,31	0,42	-0,19	-0,05	0,36

10 Wskaźniki finansowe

Rok obrotowy	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
Marża brutto	38,71%	37,40%	32,49%	30,81%	39,00%	39,05%	39,10%	39,15%
Marża brutto (usługi telekomunikacyjne bez OST 112)	57,06%	55,94%	59,74%	60,00%	54,38%	47,66%	46,58%	45,76%
Marża EBITDA	11,43%	12,62%	13,90%	12,93%	21,00%	21,25%	21,60%	22,45%
Marża EBIT	5,35%	5,89%	8,25%	7,11%	12,00%	12,50%	13,10%	14,20%
Marża EBIT (usługi telekomunikacyjne bez OST 112)	13,35%	15,46%	15,23%	15,02%	16,73%	15,25%	15,61%	16,60%
Marża netto	3,68%	3,43%	5,09%	3,67%	6,91%	7,64%	8,38%	9,47%
Return on equity (ROE)	4,17%	4,07%	7,93%	6,01%	5,44%	7,29%	8,31%	9,89%
Return on assets (ROA)	3,60%	4,00%	6,12%	4,67%	4,43%	5,95%	6,40%	7,19%
Return on capital employed (ROCE)	4,58%	5,16%	8,26%	6,53%	6,27%	6,85%	7,43%	8,65%
Zadłużenie netto (PLN mln)	51,99	31,71	14,02	30,64	79,65	87,45	89,99	96,61
Net gearing	22,06%	12,79%	5,24%	11,11%	34,93%	35,65%	33,76%	35,19%
Udział kapitału własnego	61,13%	67,58%	49,82%	51,20%	58,81%	58,08%	58,10%	57,32%
Current ratio	1,09	1,05	0,96	0,88	0,67	0,70	0,76	0,74
Quick ratio	0,86	0,77	0,77	0,75	0,58	0,60	0,66	0,64
Net interest cover	3,52	3,24	4,60	3,59	3,50	4,12	4,82	5,77
Zadłużenie netto/EBITDA	1,70	0,88	0,25	0,53	1,91	1,82	1,64	1,52
Tangible BVPS	6,09	6,31	6,85	7,08	6,27	6,74	7,33	7,55
Capex/Sales	n.a	-11,46%	-22,65%	-13,45%	9,87%	-20,44%	-18,29%	-13,76%
Working capital/Sales	15,89%	7,30%	-11,82%	-12,16%	-9,89%	-9,65%	-9,32%	-8,99%
EV/Sales	1,40	1,30	0,93	0,84	1,89	1,65	1,47	1,32
EV/EBITDA	12,23	10,33	6,69	6,50	8,98	7,78	6,81	5,89
EV/EBIT	26,11	22,13	11,27	11,82	15,71	13,23	11,23	9,32
P/Tangible BVPS	1,31	1,27	1,17	1,13	1,27	1,18	1,09	1,06
P/E	29,26	29,54	14,21	17,79	21,19	16,82	13,65	10,86
P/FCF	-5,80	10,68	5,65	26,03	18,85	-41,72	-169,12	22,46

Źródło: Informacje spółki, Dr. Kalliwoda Research GmbH



Źródło: Informacje spółki, Dr. Kalliwoda Research GmbH

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Peter Arendarski E-Mail: pa@kalliwoda.com	Senior-Analyst, Msc & Ph.D in Finance (Poznan Univers. of Economics), CFA Level 2 Candidate	<u>Sectors:</u> Technology, Raw Materials, Banks & Insurances, Financial-Modelling (Quant., Buyside)
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Andreas Braun E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Adrian Kowollik E-Mail: ak@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm.; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA Candidate	<u>Sectors:</u> Media, Internet, Gaming, Technology, Eastern European stocks
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Legal adviser</u>

DISCLAIMER

KUPUJ:	Na podstawie naszych prognoz cena akcji zmieni się o minimum 10% w ciągu następnych 12 miesięcy	BUY
AKUMULUJ:	Na podstawie naszych prognoz cena akcji zmieni się między 5% a 10% w ciągu następnych 12 miesięcy	ACCUMULATE
TRZYMAJ:	Na podstawie naszych prognoz cena akcji zmieni się między -5% a 5% w ciągu następnych 12 miesięcy	HOLD
REDUKUJ:	Na podstawie naszych prognoz cena akcji zmieni się między -5% a -10% w ciągu następnych 12 miesięcy	REDUCE
SPRZEDAJ:	Na podstawie naszych prognoz cena akcji zmieni się o minimum -10% w ciągu następnych 12 miesięcy	SELL

Additional Disclosure

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH stworzył tą analizę na podstawie publicznie dostępnych źródeł, które są uznawane za wiarygodne. Pracujemy najdokładniej jak to jest tylko możliwe. Jednak nie możemy przejąć odpowiedzialności za dokładność, zgodność i kompletność informacji i opinii. Ta analiza nie zastępuje osobistej konsultacji. Ten raport nie stanowi wezwania do zakupu lub sprzedaży instrumentów inwestycyjnych, które są w nim wymieniane. Dlatego DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH zaleca, aby przed dokonaniem dyspozycji zwrócić się do doradcy bankowego lub zarządcy majątkowego. Na terenie Wielkiej Brytanii ta analiza nie jest przeznaczona do dystrybucji wśród osób, które są opisywane w Art. 11 (3) Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (w aktualnie obowiązującej wersji). Ta analiza nie może być kierowana do innych grup osób zarówno bezpośrednio jak i pośrednio. Dystrybucja tego raportu w innej międzynarodowej jurysdykcji może być ograniczona prawnie, dlatego osoby, które staną się jego właścicielami, powinny się poinformować o ewentualnie istniejących ograniczeniach i je dotrzymywać. DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH oraz pracownicy mogą posiadać udziały w papierach wartościowych, lub powiązanych instrumentach inwestycyjnych, które są wymieniane w tym raporcie i mogą swoje udziały w tych papierach i instrumentach zwiększać lub zmniejszać.

Możliwe konflikty interesów

Ani DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, ani żadna inna powiązana firma

- a) nie posiada 1% lub więcej kapitału podstawowego papierów wartościowych, które są przedmiotem tego raportu;
- b) nie brała udziału w emisji papierów wartościowych, które są przedmiotem tego raportu;
- c) nie posiada pozycji sprzedaży netto w wysokości minimum 1% kapitału podstawowego akcji analizowanej firmy;
- d) nie prowadziła analizowane papiery wartościowe na podstawie umowy z emitentem na giełdzie lub na rynku.

Przyjmując ten dokument odbiorca/czytelnik akceptuje ważność tego disclaimeru.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.