

## ATM S.A.

Informatyka

Kurs bieżący (zł): 31,90  
Liczba akcji (tys.): 3 227  
Free float: 42,5% (43,8 mln zł)

(tys. zł)	2002	2003	2004
Sprzedaż	73 308	72 809	97 817
Zysk operac.	1 308	3 508	5 843
<b>Zysk netto</b>	<b>1 436</b>	<b>1 879</b>	<b>7 565</b>
Wart. księgowa	43 706	42 088	56 564
<b>Kapitalizacja</b>	<b>61 535</b>	<b>61 535</b>	<b>102 941</b>
Liczba akcji	2 797	2 797	3 227
EPS (zł)	0,51	0,67	2,34
BVPS (zł)	15,6	15,0	17,5
P/E	42,9	32,7	13,6
P/BV	1,41	1,46	1,82
<b>Kurs (zł)*</b>	<b>22,00</b>	<b>22,00</b>	<b>31,90</b>

\*) dla roku 2004 kurs aktualny na GPW

Akcjonariusze*:	% akcji	% głosów
Czichon Tadeusz	25,09%	25,09%
Szwed Roman	14,53%	14,53%
Putechny Piotr	7,47%	7,47%
Generali OFE	5,01%	5,01%
ING TFI	5,43%	5,43%

Razem	57,53%	57,53%
-------	--------	--------

\*) stan na 07.04.2005



➤ Jedną akcję ATM S.A. wyceniamy w przedziale **33,90 – 43,20 zł** i w związku z tym, że dolna granica wyceny tylko nieznacznie odbiega od rynkowej, **wydajemy w chwili obecnej rekomendację Neutralnie.**

➤ Spółka działa w perspektywnym i dochodowym segmencie rynku, oferując specjalistyczne usługi z zakresu teleinformatyki nowej generacji. **Przyjętą przed kilku laty zmianę strategii działania potwierdzają wyniki finansowe**, dzięki którym ATM uzyskuje wyższe od średniej dla branży wskaźniki rentowności oraz zwrotu na kapitałach. Wskaźniki wyceny rynkowej kształtują się również na poziomie znacznie niższym od średnich (P/E=13,7, P/BV=1,83), co wskazuje na możliwość wzrostu kursu.

➤ Po przeprowadzonej w ubiegłym roku emisji akcji zmianie uległ akcjonariat spółki. W wyniku sprzedaży przez dotychczasowych właścicieli części akcji ich udział w kapitale spadł. Jednak w ostatnim okresie nasiliły się zakupy akcji ze strony członków Zarządu – m.in. **wiceprezes spółki otrzymał zgodę KPWiG na przekroczenie progu 25% akcji i głosów na WZA. Od początku bieżącego roku rośnie również zaangażowanie w akcjonariacie ze strony instytucji finansowych**, w związku z czym w posiadaniu OFE Generali oraz TFI ING znajduje się już łącznie ponad 10% kapitału akcyjnego spółki.

➤ **W roku bieżącym działalność firmy rozwija się prawidłowo**, o czym świadczą nowe projekty inwestycyjne i kontrakty oraz pozyskanie 2,5 mln zł dofinansowania ze środków pomocowych UE.

➤ Podejmując decyzję o ewentualnej inwestycji w akcje ATM należy wziąć pod uwagę fakt, że **jest to obecnie firma średnich wielkości na tle branży. Pod względem technicznym istnieje ryzyko pogłębienia przeceny** na skutek trwającej dekonjunktury na GPW, w związku z czym uważamy, że czynnik ten może mieć duże znaczenie dla opłacalności inwestycji.

**Branża****Tendencje**

Decydujące znaczenie dla rozwoju sektora IT na świecie i w Polsce mają czynniki w postaci rozwoju nowych technologii oraz tempa wzrostu gospodarczego. Wpływa to z jednej strony na wielkość podaży, a z drugiej na popyt, który w dużej mierze stymulowany jest tempem rozwoju danej gospodarki.

Obserwowane w latach 2001 – 2002 spowolnienie gospodarcze w światowej gospodarce przyczyniło się do spadku tempa inwestycji w branży IT, co z kolei wpłynęło negatywnie na jej rozwój. Co charakterystyczne wyższy wzrost nastąpił w firmach informatycznych zaliczanych do krajów Europy Wschodniej, podczas gdy niższy był w Europie Zachodniej. Oprócz wyższego wzrostu PKB w naszym regionie, w dużym stopniu różnica ta wynikała także z różnego stopnia nasycenia technologiami. Ogółem, istotny spadek tempa wzrostu branży IT (mierzonego przychodami) nastąpił w Europie w roku 2001. W tym okresie przychody firm IT zwiększyły się tylko o 2,7%.

Do największych rynków IT w Europie należą Niemcy i Francja na które przypada odpowiednio około 21% oraz 16% przychodów branży. W Europie Wschodniej najważniejszym rynkiem zbytu dla sektora IT jest Rosja na którą przypada do 27% obrotów realizowanych w tym regionie i 1,2% w całej Europie. Polska jest drugim co do wielkości rynkiem IT w tym regionie z udziałem na poziomie 22% i 1% w stosunku do rynku europejskiego ogółem. Tempo rozwoju sektora IT w ubiegłych latach w Polsce na tle innych rynków należy ocenić pozytywnie, jednak duże znaczenie miał słaby rok 2001.

**Rynek IT w Polsce**

Cechą charakterystyczną polskiego rynku IT jest utrzymujący się wzrost jego wartości. Mimo, że tempo wzrostu znacznie spadło w porównaniu do lat 1997 – 2000, to jednak progresja została utrzymana. Potwierdzają się przy tym wnioski o zależności od ogólnej sytuacji w krajowej gospodarce, co szczególnie widoczne było w roku 2002, kiedy to przy wzroście PKB o zaledwie 1%, rynek IT zwiększył się o 2,4% (rok wcześniej o 5,6%). Firmy krajowe ograniczyły czasowo budżety na informatyzację, co w sytuacji minimalnego udziału eksportu, zadecydowało o ogólnym poziomie sprzedaży branży. Według szacunków firmy PMR, już w 2003 roku na krajowym rynku informatycznym nastąpiło wyraźne ożywienie koniunktury: rynek zwiększył swoją wartość o około 11%, do 13 – 13,9 mld zł. Z kolei wstępne szacunki za rok 2004 mówią o utrzymaniu dwucyfrowego tempa wzrostu, tj. około 12-15% (wartość rynku IT przekroczyła 15 mld zł). Wpływ na poprawę koniunktury w tych latach miało głównie wejście Polski do UE. Przyspieszenie wynikało także z rozstrzygnięcia kilku ważnych przetargów, w tym PKO BP, PZU, CEPiK. Niekorzystnie z kolei wpływało odsuwanie w czasie realizacji projektów offsetowych TETRA, C2, RUM, szacowanych na około 4 mld zł. Należy uznać także, że rosnące tempo krajowego PKB (+5,3% w ubr.) było również czynnikiem pozytywnie stymulującym rozwój branży. W związku z tym uwzględniając prognozy PKB na lata przyszłe (utrzymanie kilkuprocentowego tempa wzrostu), należy się spodziewać że również z tego względu obroty w sektorze IT będą rosły.

Krajowy rynek IT w latach 2000 – 2004 (w mln zł)

	2000	2001	zmiana %	2002	zmiana %	2003	zmiana %
sprzęt	5 910	5 839	-1,2%	5 934	1,6%	6 500	9,5%
oprogramowanie	3 394	3 840	13,1%	3 954	3,0%	4 500	13,8%
usługi	2 239	2 511	12,1%	2 591	3,2%	2 900	11,9%
<b>Razem</b>	<b>11 543</b>	<b>12 190</b>	<b>5,6%</b>	<b>12 479</b>	<b>2,4%</b>	<b>13 900</b>	<b>11,4%</b>

**Prognozy**

Według EITO (European Information Technology Observatory) polski rynek oprogramowania i usług informatycznych przez najbliższe dwa lata będzie rósł w tempie dwucyfrowym. W tym roku spodziewany jest przyrost wartości rynku oprogramowania o 13,9%, a w 2006 roku o 14%.

Rynek usług informatycznych rosnąć ma odpowiednio o 13,5% i 13,7%. Wydatki na oprogramowanie i usługi informatyczne będą rosły zarówno w wielkich przedsiębiorstwach, jak i w małych i średnich firmach, które na ten cel mogą wydawać pieniądze uzyskane z funduszy UE.

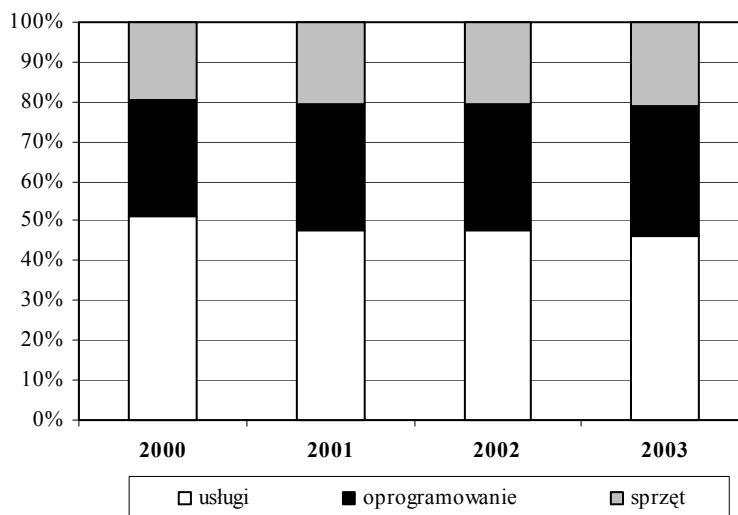
Także według prognoz innych firm badających rynek IT (DIS, EITO, IDC, PMR) w najbliższych latach sektor informatyczny odnotowywać będzie znaczny wzrost. Jako podstawową przyczynę wymienia się konieczność dorównania standardom europejskim, co w konsekwencji powinno doprowadzić do sytuacji, w której poziom wydatków na informatykę w Polsce będzie należał do najwyższych w Europie Środkowej.

**Podział rynku** Podstawą biznesu informatycznego jest segment oprogramowania, coraz bardziej zyskujący na znaczeniu segment integracji oraz w coraz mniejszym stopniu dostawy sprzętu. Światowy rynek IT przechodzi zmiany polegające na wzroście znaczenia usług i oprogramowania w sprzedaży ogółem. Tego rodzaju działalność stanowi ponad 50% przychodów. W polskim sektorze IT także zachodzi ta tendencja, tzn. dostawy sprzętu mają coraz mniejsze znaczenie, mimo stosunkowo stabilnego tempa wzrostu. Jeszcze w drugiej połowie lat 90-tych w Polsce na sprzęt przeznaczano ponad 60% wydatków na IT, natomiast w długim terminie zmiany w Polsce nastąpią w tym samym kierunku co na świecie. Do zmian w strukturze dochodzi okresowo, tj. przy realizacji dużych kontraktów lub sezonowo – przy wyższej w danym okresie roku dynamice oprogramowania i usług.

Spadek udziału dostaw hardware wynika ze stopniowego nasycenia się rynku (zarówno wśród klientów indywidualnych jak i instytucjonalnych) oraz ogólnego pogorszenia sytuacji społeczno-gospodarczej w Polsce. Jednocześnie przy wolniejszym tempie rozwoju gospodarczego ograniczone zostały nakłady na zakup oprogramowania, co powoduje, że od kilku lat struktura rynku nie ulega zasadniczym zmianom.

Ważnym segmentem rynku IT stają się usługi outsourcingowe, których wartość w ubiegłym roku wzrosła o ponad 50%, do około 4 mld zł. 15% wszystkich usług informatycznych, jest wykonywanych przez wyspecjalizowane firmy zewnętrzne.

Struktura krajowego rynku IT w latach 2000 - 2003



**Internet** Kolejną dziedziną IT notującą bardzo szybkie tempo wzrostu jest Internet. Jedną z tego konsekwencji jest wzrost zainteresowania tym środkiem komunikacji rynku reklamy. Spowolnienie gospodarcze oraz konsekwencje konfliktów zbrojnych w 2002 roku doprowadziły do skurczenia się tego segmentu, jednak jego wartość w tym okresie ocenić należy jako znaczną (około 10 mld USD). Największym rynkiem reklamy internetowej są Stany Zjednoczone w których sprzedano reklam za 7,3 mld USD. W Polsce ten segment uznaje się za nierozwinięty, czego główną przyczyną jest profil demograficzny internautów (młodzież i studenci), odmienny od rynków rozwiniętych na których profil w większości obejmuje całe społeczeństwo. Z tego powodu reklamodawcy w Polsce ograniczają swoje wydatki, a cały rynek reklamy w polskim Internecie szacowany był w ubiegłym roku na około 75 mln zł (+45%). Dane te są bardzo dobre, zwłaszcza jeżeli porówna się je do sytuacji na rynku reklamy ogółem, który wzrósł w tym samym czasie znacznie wolniej. Według AD.net i CR Media Consulting do 2006 roku wydatki na reklamę internetową mogą wzrosnąć do 100 mln zł netto.

**Perspektywy** Biorąc pod uwagę takie kryteria oceny sektora jak: wielkość, tempo wzrostu, rentowność oraz prognozy rozwoju oceniamy polski sektor IT jako rozwijający się, z dobrymi perspektywami. Atrakcyjność sektora jest wysoka, co potwierdza bardzo dobra dochodowość branży - głównie producentów oprogramowania i usług integracyjnych. Od kilku lat daje się zauważyć postępującą koncentrację sektora, co zwiększa szanse firm przejmujących na zajęcie kluczowej pozycji na rynku w przyszłych latach.

## Charakterystyka działalności

**Historia** Poprzednikiem prawnym spółki jest ATM sp. z o.o., która została zawiązana dnia 26 kwietnia 1991 roku. Firma ta rozpoczęła działalność gospodarczą pod koniec 1993 roku. Początki działalności ATM sp. z o.o. związane były z dystrybucją rozwiązań w zakresie techniki komputerowej. W tym okresie spółka prowadziła działalność w obszarze dystrybucji systemów komputerowych, zwiększając udział w zakresie integracji systemowej dostarczanych rozwiązań. W dniu 16 maja 1997 roku Nadzwyczajne Zgromadzenie Wspólników spółki ATM sp. z o.o. podjęło uchwałę o przekształceniu spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w spółkę akcyjną. Założycielami ATM S.A. byli udziałowcy ATM sp. z o.o.: siedem osób fizycznych, obywateli polskich, posiadających doświadczenie w zakresie prowadzenia przedsiębiorstwa w dziedzinie elektroniki i techniki komputerowej.

Od początku działalności spółka jest związana z Internetem. ATM m.in. był pierwszą polską firmą komercyjną podłączoną do Internetu oraz stworzył pierwszego w Polsce prywatnego operatora usług internetowych, działającego pod nazwą Internet Komercyjny w Polsce (IKP), a od stycznia 1998 roku jako ATOM S.A. (w styczniu 1999 roku spółka ATM sprzedała swoje akcje w ATOM S.A.). Od roku 2000 ATM zaczął rozwijać działalność w zakresie świadczenia usług telekomunikacyjnych. Działalność telekomunikacyjna spółki prowadzona jest pod nazwą handlową ATMAN. Ponadto, od początku 2001 roku spółka, poza swoją tradycyjną działalnością w zakresie integracji systemów teleinformatycznych, rozpoczęła nową, związaną ze świadczeniem usług telekomunikacyjnych nowej generacji. Udział usług telekomunikacyjnych w całkowitych przychodach spółki rośnie i obecnie ma udział na poziomie około 50%.

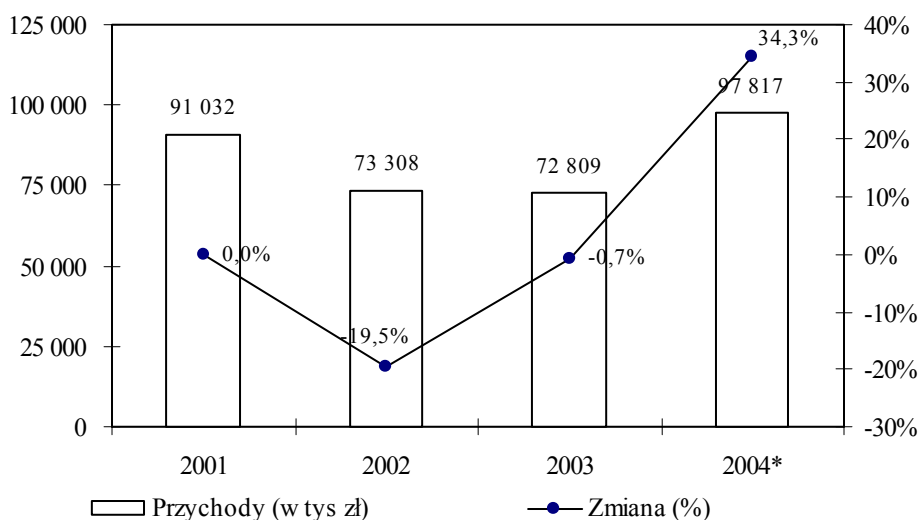
**Zmiany w akcjonariacie** We wrześniu ubr. spółka przeprowadziła publiczną emisję akcji serii F, w liczbie 300 tys. Dodatkowo swoje akcje sprzedawali dotychczasowi akcjonariusze (łącznie liczba sprzedanych akcji to ponad 1,17 mln). Cena emisyjna wyniosła 22 zł. Zapisy w transzy drobnych inwestorów zostały zredukowane o 64%. Na GPW akcje zadebiutowały 29 września ubr., z ceną 23,9 zł, czyli o 8,6% wyższą od emisyjnej. Również we wrześniu ubr. spółka zaoferowała 130 tys. akcji swoim pracownikom, w tzw. ofercie menedżerskiej, po cenie emisyjnej 7,60 zł.

Ważną informacją na temat zmian w akcjonariacie jest fakt systematycznego zwiększania udziału od ostatniego kwartału ubr. przez Pana Tadeusza Czichonia, wiceprezesa spółki. Obecnie akcjonariusz ten posiada zgodę KPWiG na przekroczenie progu 25% akcji i głosów na WZA spółki. Także inny członek Zarządu – Pan Roman Szwed poinformował ostatnio o zakupie akcji ATM. Na początku br. Otwarty Fundusz Emerytalny Generali kupił około 162 tys. akcji, zapewniających 5,01% głosów na WZA, a obecnie również fundusze zarządzane przez ING TFI posiadają 5,43% kapitału ATM.

## Przychody

W okresie ostatnich czterech lat nastąpiła zasadnicza zmiana w poziomie generowanych przychodów i marż, co było związane z realizacją zmiany strategii rozwoju działalności spółki. Na skutek odejścia od sprzedaży towarów i produktów obciążonych niższą marżą, przychody ATM spadły w roku 2002 o 19,5%, a w roku następnym o kolejne 0,7%. Tym samym można stwierdzić, że w latach 2002 – 2003 sprzedaż ustabilizowała się, natomiast w roku ubiegłym spółka odnotowała już zdecydowany wzrost obrotów (+34,3%), co zdaje się potwierdzać słuszność obranej prze kilkoma laty strategii.

### Przychody ze sprzedaży ATM w latach 2002 – 2004



\* na podstawie raportów kwartalnych

## Rodzaje usług

Usługi świadczone przez spółkę podzielić należy na dwie główne grupy:

- usługi telekomunikacyjne nowej generacji, które są oferowane są w połączeniu z usługami wchodzącymi w zakres usług integracji systemów teleinformatycznych, w szczególności przy tworzeniu systemów do zarządzania siecią, rozliczania ruchu telekomunikacyjnego, zapewnienia bezpieczeństwa przesyłanych danych, budowaniu aplikacji wspomagających działalność biznesową w oparciu o infrastrukturę sieciowo-telekomunikacyjną. W tej grupie rozróżnia się:
  - Outsourcing telekomunikacyjny, polegający na projektowaniu i zestawianiu kompletnych sieci telekomunikacyjnych i informatycznych, na bazie łączy własnych i dzierżawionych od innych operatorów.
  - Usługi szybkiego dostępu do Internetu. Są to usługi polegające na zestawianiu i nadzorowaniu szerokopasmowego połączenia do Internetu dla klientów biznesowych i dla dostawców usług internetowych (ISP/ASP).
  - Usługi szerokopasmowej transmisji danych. Są to usługi teletransmisyjne świadczone na terenie całego kraju, o bardzo wysokich parametrach dotyczących jakości transmisji. Na terenie Warszawy usługi szerokopasmowej transmisji danych świadczone są bez ograniczeń w przepustowości, w oparciu o własną sieć telekomunikacyjną ATM.
  - Inne rodzaje usług telekomunikacyjnych: usługi kolokacji i prowadzenie zapasowych centrów danych.

- usługi integracji systemów teleinformatycznych, polegające na projektowaniu, budowie i wdrożeniu u klienta do eksploatacji sieci teletransmisyjnych: korporacyjnych i operatorskich. W tej grupie rozróżnia się:
  - Integrację systemów komputerowych, polegającą na projektowaniu, budowie, oprogramowaniu i wdrożeniu do eksploatacji systemów komputerowych wykorzystujących zaawansowane technologicznie urządzenia, w tym superkomputery i superserwery wizualizacyjne.
  - Oprogramowanie dla biznesu, są to usługi polegające na projektowaniu, dostawie i wdrożeniu oprogramowania dla klientów instytucjonalnych. Spółka specjalizuje się w projektowaniu systemów do obsługi bankowości internetowej, systemów „call-centre”, systemów do zarządzania kontaktami z klientem zewnętrznym (CRM – Customer Relationship Management) i wewnętrznym (Help Desk).
  - Infrastruktura sieciowa i bezpieczeństwo - projektowanie, budowa i wdrażanie projektów związanych z koncepcją „inteligentnego budynku” i sieciami strukturalnymi, ze szczególnym uwzględnieniem budowy systemów bezpieczeństwa, monitoringu i kontroli dostępu.
  - Kontrakty serwisowe - systemy teleinformatyczne budowane u klienta obejmowane są najczęściej umowami (kontraktami) o świadczenie usług serwisowych i eksploatacyjnych.

### Struktura sprzedaży ATM S.A. w latach 2001 – 2004 (w tys. zł)

	2001	udział %	2002	udział %	2003	udział %	1 pol. 2004	udział %
<b>1. Usł. telekom. nowej generacji</b>	<b>3 345</b>	<b>3,7%</b>	<b>18 283</b>	<b>24,9%</b>	<b>30 144</b>	<b>41,4%</b>	<b>20 358</b>	<b>48,6%</b>
- outsourcing telekom.	-	0,0%	2 822	15,4%	7 207	23,9%	3 808	18,7%
- szybki dostęp do Internetu	1 503	44,9%	5 997	32,8%	11 073	36,7%	9 418	46,3%
- szerokopasmowa tr. danych	189	5,7%	7 158	39,1%	10 602	35,2%	6 540	32,1%
- inne	553	16,5%	2 306	12,6%	1 263	4,2%	592	2,9%
<b>2. Integracja systemów infor.</b>	<b>87 687</b>	<b>96,3%</b>	<b>55 024</b>	<b>75,1%</b>	<b>42 665</b>	<b>58,6%</b>	<b>21 516</b>	<b>51,4%</b>
- int. sieci teletransmisyjnych	36 288	41,4%	17 710	32,2%	10 245	24,0%	12 545	58,3%
- int. systemów komputerowych	26 756	30,5%	11 193	20,3%	12 191	28,6%	2 687	12,5%
- oprogramowanie dla biznesu	2 058	2,3%	2 122	3,9%	4 286	10,0%	1 110	5,2%
- infr. sieciowa i bezpieczeństwo	11 381	13,0%	7 199	13,1%	6 836	16,0%	1 323	6,1%
- kontrakty serwisowe	9 601	10,9%	7 069	12,8%	4 781	11,2%	2 597	12,1%
- inne	1 603	1,8%	9 731	17,7%	4 326	10,1%	1 253	5,8%
<b>Razem</b>	<b>91 032</b>	<b>100%</b>	<b>73 308</b>	<b>100%</b>	<b>72 809</b>	<b>100%</b>	<b>41 874</b>	<b>100%</b>

### Struktura sprzedaży

Zmiany w strukturze sprzedaży w poszczególnych segmentach usług potwierdzają realizację przyjętej przez spółkę strategii działania. W 2001 roku sprzedaż produktów stanowiła około 25,8% wartości sprzedaży ogółem, natomiast w 2003 roku już 66% przychodów spółki.

Rosnący udział usług telekomunikacyjnych nowej generacji spowodował, że w minionym roku przychody ogółem wzrosły o ponad 34%. Na blisko 50% udział tych usług składają się przede wszystkim szybki dostęp do Internetu oraz szerokopasmowa transmisja danych. Według wstępnych danych za cały ubr., przychody z działalności telekomunikacyjnej miały wartość 41,7 mln zł, tj. zwiększyły się o 38,3%. Jednocześnie w strukturze sprzedaży należy zwrócić uwagę na utrzymujące się duże znaczenie usług integracji sieci teletransmisyjnych, w których wzrost przesądził w ubr. o zwieszeniu się udziału usług integracji systemów do 57% całości obrotów ATM.

### Odbiorcy

W zakresie usług telekomunikacyjnych nowej generacji do odbiorców spółki zaliczają się między innymi: operatorzy telekomunikacyjni i ISP, portale i serwisy internetowe, banki i instytucje finansowe oraz różnego rodzaju wydawnictwa, prasa, radio, telewizja. W kategorii integracji systemów informatycznych większy udział jako odbiorcy mają podmioty z sektora przemysłowego. Największym odbiorcą usług ATM jest sektor telekomunikacyjny, (około 1/3 udziału), a następnie finansowy i przemysł. Klientami spółki są między innymi: TeliaSonera,

T-Systems, Energis, Tel-Energo, Telbank, Telekomunikacja Kolejowa, PTC, Polkomtel, Centertel, Tele2, Netia, Dialog, NASK, UPC, Aster, Amplico Services, BOŚ, BPH PBK, BRE Bank, CDM Pekao SA, Credit Suisse First Boston, GPW, Inteligo, Kredyt Bank, PKO BP, TUIR WARTA, TVP, PR, TVN, Canal+, Tele5, Agora, Rybnicka Spółka Węglowa, EC Warszawskie.

### Koszty wg rodzaju ATM S.A.

	2002	2003	30.06.04
amortyzacja	9,0%	8,6%	8,0%
zużycie materiałów i energii	7,2%	7,5%	4,1%
usługi obce	46,5%	47,0%	53,8%
podatki i opłaty	0,7%	0,7%	0,9%
wynagrodzenia	30,0%	27,7%	24,2%
ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	5,7%	4,8%	5,1%
pozostałe	1,0%	3,7%	4,0%
<b>Razem</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

### Koszty

W analizowanym okresie działalność spółki charakteryzowała się szybkim wzrostem kosztów wg. rodzaju (odpowiednio o 12% i 23,5%), co nastąpiło przy spadku sprzedaży w roku 2003. Wyniki półrocza 2004 jak i rezultaty sprzedaży w całym ubr. sugerują, że pod tym względem sytuacja została opanowana, potwierdza to także wzrost rentowności działalności. Oprócz wynagrodzeń i związanych z tym narzutów, najważniejszą pozycją kosztową są usługi obce (ponad 50% udział na półrocze ubr.), co wskazuje że ATM działa w dużym stopniu w oparciu o podwykonawców.

### Sezonowość

Sprzedaż ATM podlega zjawisku sezonowości charakterystycznemu dla całej branży IT. W wyniku zmian w popycie, jakie występują w trakcie roku kalendarzowego, przychody ze sprzedaży osiągają zazwyczaj najwyższą wartość w ostatnim kwartale roku kalendarzowego. Jest to spowodowane chęcią wykorzystania rocznych budżetów przez klientów spółki. W przypadku ATM IV kwartał w latach 2001-2003 charakteryzował się zdecydowanie wyższą sprzedażą w porównaniu do sprzedaży realizowanej w pierwszych trzech kwartałach, jednak wg. opinii spółki, efekt ten maleje w kolejnych latach.

## Analiza sprawozdań finansowych

### Rachunek zysków i strat

W latach 2002 – 2003 spółka zanotowała istotną zmianę w sytuacji przychodowej. Na skutek realizowanej strategii zmiany struktury sprzedaży obroty firmy spadły w pierwszym roku o prawie 20%, a w kolejnym już tylko o 0,7%. Jednocześnie w analizowanym okresie silnie rosła sprzedaż produktów, natomiast zmniejszała się towarów. Jak wynika z analizy dochodowości, spowodowało to osiągnięcie wyższego poziomu rentowności, czyli zgodnie z założeniami strategii. Charakterystyczne jest, że w latach 2002 - 2003 szybciej niż sprzedaż zmniejszały się koszty wytworzenia. Dzięki temu firma w roku 2002 i w kolejnym w przeciwieństwie do roku 2001 osiągnęła zysk ze sprzedaży oraz operacyjny.

Rok ubiegły przyniósł silny wzrost obrotów (+34%), ale jednocześnie działalność spółki cechowała się wysokim wzrostem kosztów wytworzenia. W tej sytuacji czynnikiem pozytywnie wpływającym na wysokość wyniku na działalności operacyjnej był mały wzrost kosztów ogólnego zarządu oraz dodatnie saldo z pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych. Firma wykazała również dużą nadwyżkę (2,1 mln zł) przychodów finansowych nad kosztami, co spowodowało że dynamika zysku brutto w stosunku do roku poprzedniego była bardzo wysoka (425%).

RACHUNEK ZYSKÓW i STRAT	dane w tys zł			dynamika	
	2002	2003	2004	03/02	04/03
<b>Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów</b>	<b>73 308</b>	<b>72 809</b>	<b>97 817</b>	<b>-0,7%</b>	<b>134,3%</b>
Przychody netto ze sprzedaży produktów	38 248	47 671	57 024	124,6%	119,6%
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	35 060	25 138	40 793	71,7%	162,3%
<b>Koszty sprzedanych produktów, towarów i mat.</b>	<b>43 352</b>	<b>39 887</b>	<b>60 988</b>	<b>92,0%</b>	<b>152,9%</b>
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	18 314	22 230	29 778	121,4%	134,0%
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	25 038	17 657	31 210	70,5%	176,8%
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>29 956</b>	<b>32 922</b>	<b>36 829</b>	<b>109,9%</b>	<b>111,9%</b>
Koszty sprzedaży	407	1 133	552	278,4%	48,7%
Koszty ogólnego zarządu	27 736	28 692	31 812	103,4%	110,9%
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>1 813</b>	<b>3 097</b>	<b>4 465</b>	<b>170,8%</b>	<b>144,2%</b>
Pozostałe przychody operacyjne	141	645	2 906	457,4%	450,5%
Pozostałe koszty operacyjne	646	234	1 528	36,2%	653,0%
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>1 308</b>	<b>3 508</b>	<b>5 843</b>	<b>268,2%</b>	<b>166,6%</b>
Przychody finansowe	1 275	249	2 970	19,5%	1192,8%
Koszty finansowe	1 258	1 879	814	149,4%	43,3%
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>1 325</b>	<b>1 878</b>	<b>7 999</b>	<b>141,7%</b>	<b>425,9%</b>
Podatek dochodowy	-111	-1	434	0,9%	
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>1 436</b>	<b>1 879</b>	<b>7 565</b>	<b>130,8%</b>	<b>402,6%</b>
<b>EPS (w zł)</b>	<b>0,51</b>	<b>0,67</b>	<b>2,34</b>	<b>130,8%</b>	<b>349,0%</b>

### Bilans

Podobnie jak w rachunku zysków i strat, także w pozycjach bilansowych zaszły w ciągu ostatnich trzech lat zasadnicze zmiany. Do 2003 roku w aktywach rosła rola składników trwałych, natomiast po przeprowadzeniu emisji akcji w roku ubiegłym, ponownie zwiększył się stan środków płynnych w spółce. Podobnie wygląda obecnie sytuacja w pasywach, gdzie po dużym wzroście zysku i kapitału zapasowego z tytułu emisji, środki własne zapewniają finansowanie w około 60%. Dzieje się tak przy szybkim wzroście zobowiązań



krótkoterminowych, co jest z kolei konsekwencją poprawy w zakresie sprzedaży w ubiegłym roku.

Sytuację bilansową spółki określić należy jako dobrą. Zmiany w pasywach jak i aktywach wynikają przede wszystkim z rosnących obrotów oraz wzrostu kapitałów własnych. W związku z tym spółka posiada w chwili obecnej potencjał do rozwoju, a bezpieczeństwo finansowania jest duże.

BILANS	dane w tys. zł			struktura		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
<b>I. AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>44 372</b>	<b>46 496</b>	<b>54 219</b>	<b>58,7%</b>	<b>62,5%</b>	<b>58,1%</b>
1. Wartości niematerialne i prawne	281	54	369	0,6%	0,1%	0,7%
2. Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
3. Rzeczowe aktywa trwałe	42 171	44 835	51 958	95,0%	96,4%	95,8%
4. Należności długoterminowe	839	645	995	1,9%	1,4%	1,8%
5. Inwestycje długoterminowe	54	54	54	0,1%	0,1%	0,1%
6. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 027	908	843	2,3%	2,0%	1,6%
<b>II. AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>31 251</b>	<b>27 840</b>	<b>39 146</b>	<b>41,3%</b>	<b>37,5%</b>	<b>41,9%</b>
1. Zapasy	2 702	2 367	4 058	8,6%	8,5%	10,4%
2. Należności krótkoterminowe	22 013	22 875	27 438	70,4%	82,2%	70,1%
3. Inwestycje krótkoterminowe	5 852	1 870	6 924	18,7%	6,7%	17,7%
4. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	684	728	726	2,19%	2,61%	1,85%
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>75 623</b>	<b>74 336</b>	<b>93 365</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>I. KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>43 706</b>	<b>42 088</b>	<b>56 564</b>	<b>57,8%</b>	<b>56,6%</b>	<b>60,6%</b>
1. Kapitał zakładowy	21 258	21 258	24 526	48,6%	50,5%	43,4%
2. Należne wpłaty na kapitał zakładowy	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
3. Akcje (udziały) własne	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
4. Kapitał zapasowy	20 490	16 993	21 159	46,9%	40,4%	37,4%
5. Kapitał z aktualizacji wyceny	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
6. Pozostałe kapitały rezerwowe	0	1 436	3 315	0,0%	3,4%	5,9%
7. Różnice kursowe z przeliczenia jedn. podporządk.	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
8. Zysk (strata) z lat ubiegłych	522	522	0	1,2%	1,2%	0,0%
9. Zysk (strata) netto	1 436	1 879	7 564	3,3%	4,5%	13,4%
10. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
<b>IV. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOW.</b>	<b>31 917</b>	<b>32 248</b>	<b>36 800</b>	<b>42,2%</b>	<b>43,4%</b>	<b>39,4%</b>
1. Rezerwy na zobowiązania	566	431	760	1,8%	1,3%	2,1%
2. Zobowiązania długoterminowe	16 317	15 882	15 999	51,1%	49,2%	43,5%
3. Zobowiązania krótkoterminowe	12 038	13 598	17 378	37,7%	42,2%	47,2%
4. Rozliczenia międzyokresowe	2 996	2 337	2 663	9,4%	7,2%	7,2%
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>75 623</b>	<b>74 336</b>	<b>93 364</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

**Wskaźniki finansowe**

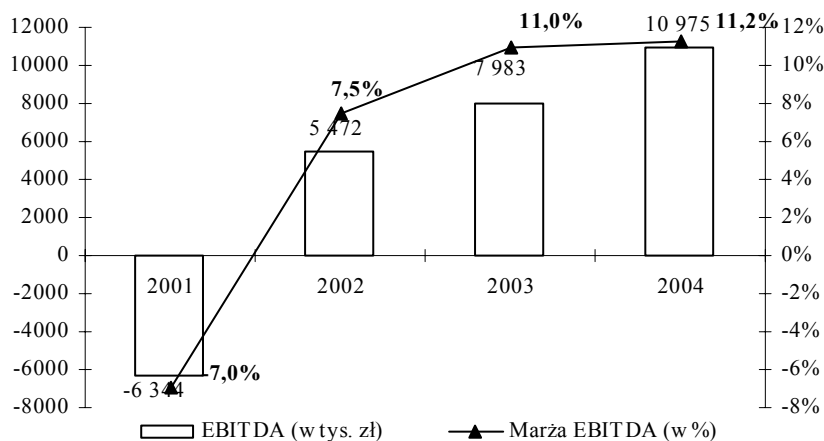
Na skutek opisanych powyżej zmian w sytuacji przychodowej i kosztowej, w ubr. spadła marża brutto ze sprzedaży, ale jednocześnie spółka znacznie zwiększyła efektywność na poziomie operacyjnym i netto. Zmiany określić należy jako jakościowe i istotne z punktu widzenia postrzegania firmy na tle sektora. Potwierdza to wysokie ROA i ROE, które mimo zwiększenia kapitałów własnych z tytułu emisji akcji wyniosło na koniec ubr. 15,3%.

ATM ma dobrą sytuację w zakresie płynności. Wysokie wartości wskaźników wskazują, że firma ma potencjalne możliwości zwiększenia skali działania. Rosnącą aktywność w zakresie przychodów potwierdza wskaźnik rotacji aktywów. W pozostałych firma wykazuje coraz niższy czas rotacji zapasów, należności oraz zobowiązań.

Wskaźniki finansowe	2002	2003	2004
<b>Rentowność</b>			
Wskaźnik rentowności brutto sprzedaży	40,9%	45,2%	37,7%
Wskaźnik rentowności operacyjnej	1,8%	4,8%	6,0%
Wskaźnik rentowności brutto	1,8%	2,6%	8,2%
Wskaźnik rentowności netto	2,0%	2,6%	7,7%
ROA	1,6%	2,5%	9,0%
ROE	3,4%	4,4%	15,3%
<b>Płynność</b>			
Kapitał obrotowy (tys. zł)	19 213	14 242	21 768
Wskaźnik bieżący	2,60	2,05	2,25
Wskaźnik płynności szybkiej	2,37	1,87	2,02
<b>Zadłużenie</b>			
Wskaźnik zadłużenia	37%	40%	36%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	65%	70%	59%
<b>Aktywność</b>			
Rotacja zapasów (w dniach)	36	23	19
Rotacja należności (w dniach)	150	111	93
Rotacja zobowiązań (w dniach)	125	63	57
Rotacja aktywów	0,83	0,97	1,17

**EBITDA**

Sygnalem zmiany sytuacji w spółce był rosnący od 2002 roku poziom EBITDA oraz marży. Odzyskanie przez firmę dodatniej rentowności na poziomie operacyjnym spowodowało, że przy stałym poziomie amortyzacji, EBITDA zaczęła rosnąć. Charakterystyczne, że w roku ubiegłym marża zwiększyła się tylko nieznacznie, czego główną przyczyną był tylko 15% wzrost amortyzacji. Wzrost zysku operacyjnego o 66% przy jednocześnie wyższej sprzedaży o ponad 34% spowodował, że poza ujęciem nominalnym zmiana w stosunku do 2003 jest nieznaczna.

**EBITDA oraz marża ATM w latach 2001 – 2004**

**Wycena**

**Metoda dochodowa** CE (cash earnings) – nadwyżka finansowa wyrażona jako zysk netto plus amortyzacja.

Metoda dochodowa (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności ATM do generowania nadwyżki finansowej w ciągu najbliższych 5 lat.

Zakładamy, że w 2005 roku zysk netto spółki będzie na tym samym poziomie co w roku 2004, tj. 7,5 mln zł, natomiast amortyzacja zwiększy się o 10%. Zakładamy, że w ciągu kolejnych czterech lat zysk netto będzie rósł w tempie 5%. Amortyzacja w okresie prognozy rocznie wynosić będzie 5,645 mln zł, a jej udział będzie na poziomie od 42% do 38%. Po oznaczonym okresie prognozy tempo przyrostu będzie wynosiło 2% rocznie.

Współczynnik dyskontowy (k) został obliczony według następującego wzoru:

$$k = 1,1 * (wd * Rd * (1 - T) + we * (Rf + (Rm - Rf) * B))$$

gdzie:

wd – udział długu w finansowaniu działalności spółki (wd=21,95%),

we – udział kapitałów własnych w finansowaniu działalności spółki (we=78,05%),

Rd – średni koszt długu (Rd=4,13%),

T – stopa opodatkowania dochodów osób prawnych (T=19%),

Rf – rentowność 5-letnich obligacji o stałym oprocentowaniu podczas ostatniego przetargu (Rf=5,481%),

(Rm-Rf) – premia za ryzyko rynkowe (Rm-Rf)=5,0%,

B – współczynnik beta (B=1,3357), z uwagi na krótki okres notowań spółki na GPW przyjęto betę dla branży informatycznej, tj. wynikający z zachowania indeksu WIG Informatyka.

Obliczony współczynnik dyskontowy został przemnożony przez 1,1, co wynika z dużego udziału amortyzacji w rocznych przepływach finansowych. Ostatecznie dyskonto wynosi 11,25%, a wartość jednej akcji ATM S.A. uzyskana metodą dochodową (przy przyjętych założeniach odnośnie kształtowania nadwyżki finansowej spółki) wynosi 33,90 zł.

<b>Wycena dochodowa (mln zł)</b>			
<b>Rok</b>	<b>CE</b>	<b>Współcz. dyskont. 11,25%</b>	<b>Obecna wartość CE</b>
<b>2005</b>	13,2	0,8989	<b>11,9</b>
<b>2006</b>	13,6	0,8080	<b>11,0</b>
<b>2007</b>	14,0	0,7263	<b>10,2</b>
<b>2008</b>	14,4	0,6529	<b>9,4</b>
<b>2009</b>	14,8	0,5869	<b>8,7</b>
<b>Wartość rezydualna</b>	99,4	0,5869	<b>58,4</b>
<b>Wartość firmy</b>			<b>109,5</b>
<b>Liczba akcji (w mln sztuk)</b>			<b>3,227</b>
<b>Wartość jednej akcji</b>			<b>33,9 zł</b>

*Źródło: AmerBrokers*

**Metoda porównawcza** Metoda porównawcza bazuje na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej ATM w stosunku do średniej dla wybranych spółek informatycznych, co ma dać pogląd jak spółka ATM wyceniana jest w porównaniu do poszczególnych firm.

Porównywane wskaźniki to: P/E (cena do zysku netto przypadającego na akcję), P/BV (relacja ceny do wartości księgowej na jedną akcję) oraz P/Sales (relacja ceny do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję). Za cenę przyjmowany jest aktualny kurs giełdowy, BV to wartość

księgową na dzień 31.12.2004, natomiast zysk netto i sprzedaż obliczono na podstawie wstępnych raportów za rok 2004. W wycenie pominięto wskaźniki P/E dla ComputerLandu, Prokomu oraz Telmaksu, z uwagi na to że kształtują się one na poziomie powyżej 50-60, co spowodowałoby znaczne odchylenie i zawyżenie wyceny porównawczej ATM. Z uwagi na straty netto w ubr. wyłączono z wyceny porównawczej pod względem wskaźnika P/E również Comp Warszawa oraz SterProjekt.

Metoda porównawcza ma wskazać jak kształtowałyby się wycena akcji spółki, gdyby osiągała ona średnie dla branży wartości wskaźników P/Sales, P/E i P/BV.

Obliczona w ten sposób wartość akcji ATM kształtuje się w przedziale 34,5 – 54,60 zł, natomiast średnia z wyceny porównawczej wynosi 43,20 zł.

Wycena porównawcza	P/Sales	P/E	P/BV
<b>ATM</b>	<b>1,06</b>	<b>13,65</b>	<b>1,83</b>
<i>Betacom</i>	0,33	11,60	1,50
<i>Comarch s</i>	1,11	26,07	3,12
<i>Compland s</i>	0,94	-	3,49
<i>Comp Rzeszów s</i>	3,48	26,86	4,96
<i>CSS s</i>	0,47	11,56	1,66
<i>Emax s</i>	1,03	35,15	4,10
<i>Optimus Tech s</i>	0,31	8,76	2,47
<i>Prokom s</i>	0,92	-	2,03
<i>Simple</i>	0,46	11,95	1,04
<i>Sofibank</i>	1,01	16,22	3,12
<i>Ster Projekt s</i>	0,47	-	0,98
<i>Talex s</i>	0,43	24,68	0,76
<i>Techmex s</i>	0,45	22,85	1,38
<i>średnia</i>	1,14	23,27	2,30
<b>cena dla średniej</b>	<b>34,5 zł</b>	<b>54,6 zł</b>	<b>40,4 zł</b>

s – dane skonsolidowane

**Porównanie zastosowanych metod wyceny** Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest jej opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się nadwyżki finansowej, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

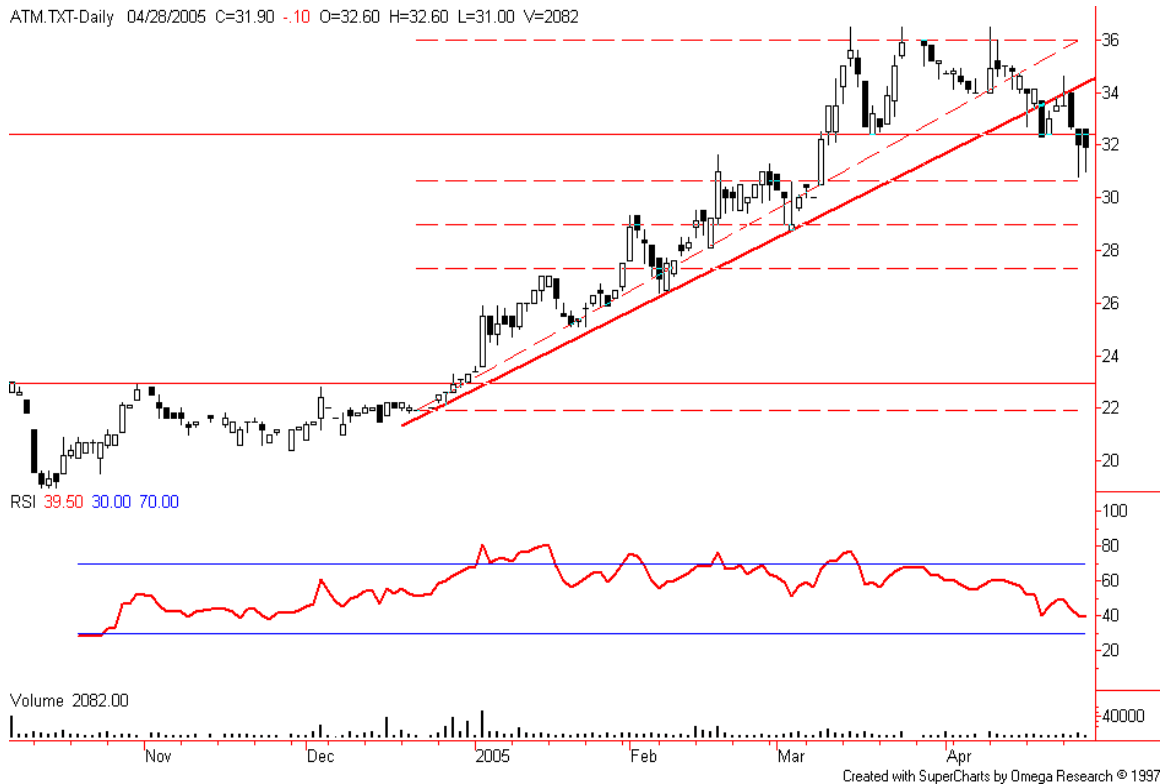
Metoda porównawcza bazuje na bieżących osiągnięciach spółki, co powoduje że obarczona jest ona dużo mniejszym błędem w stosunku do metody dochodowej. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na poziomie zbliżonym do innych spółek giełdowych z branży informatycznej, co może okazać się błędne.

**Rekomendacja** Przyjmując jako kryteria do wydania rekomendacji wycenę akcji metodą dochodową oraz średnią z metody porównawczej, **wydajemy w chwili obecnej rekomendację NEUTRALNIE dla akcji ATM S.A. wyceniając 1 akcję w przedziale 33,90 – 43,20 zł.**

#### Analiza techniczna notowań spółki

Kurs ATM po wybiciu ponad średnioterminowy poziom oporu z zeszłego roku (przy 23 zł) znalazł się w trendzie wzrostowym. Tendencję ocenić należy jako silną, bowiem w okresie czterech miesięcy przyniosła ponad 55% wzrost kursu.

Obecnie silny opór techniczny w strefie 35 – 36 zł determinuje zachowanie kursu. Trwająca od kilkunastu sesji korekta doprowadziła do przełamania głównej linii trendu oraz testu wsparcia przy 32,4 – 32,5 zł. Wydarzenia ostatnich sesji wskazują, że pod względem technicznym walor słabnie, czego głównym powodem jest ogólne pogorszenie koniunktury na GPW. W konsekwencji kurs naruszył wsparcie przy 32,40 zł, tak więc jeżeli nie dojdzie do powrotu ceny powyżej tego poziomu, skutkować może pogłębieniem spadków. W takim przypadku należy się liczyć z tym, że kurs osiągnie kolejny, 50% pułap zniesienia trendu wzrostowego (obecnie znajdując się przy 38,2% zniesienia), tj. przy 29 zł.



## Informacje dodatkowe

Niniejsza analiza zawierająca rekomendację inwestycyjną jest skierowana do klientów DM AmerBrokers. Jest ona udostępniana nieodpłatnie. Autor analizy użył swojej najlepszej wiedzy i dołożył wszelkich starań aby analiza była sporządzona rzetelnie i obiektywnie. Dom Maklerski AmerBrokers nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o ten dokument. Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z Ustawy z dnia 04.02.1994 o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U.Nr 24, poz.83). W szczególności nie jest dozwolone powielanie i rozpowszechnianie powyższego bez zgody DMA.

Źródło danych – informacje ze spółki, Notoria Serwis, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe (w tym BOSS Gospodarka) informacje prasowe oraz dostępne w Internecie.

Data pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie danych zawartych w tabelach: na pierwszej stronie analizy, zawierających bilans, rachunek zysków i strat, analizę wskaźnikową oraz wycenę

metodą dochodową.

Horyzont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

**Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji:**

**KUPUJ** - uważamy, że dana spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

**SPRZEDAJ** - sądzymy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

**TRZYMAJ** - uważamy, że akcje spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPUJ. Sądzymy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

**NEUTRALNIE** - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

**Wykaz rekomendacji wydanych dla spółki ATM w ciągu ostatnich 6 miesięcy: DM AmerBrokers nie wydawał rekomendacji w tym okresie.**

**Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers, a spółką, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów: powiązania nie występują.**

Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.