



ATM

IPO

24,80

Operator telekomunikacyjny i integrator

ATM S.A. jest spółką działającą na pograniczu telekomunikacji i informatyki. Specjalizacja w niszy powoduje, iż spółka nie ma odpowiedników w kraju, zaś za granicą działa niewielka liczba spółek o identycznym modelu biznesu. ATM do 2001 roku generowała przychody wyłącznie w obszarze IT, zaś w okresie ostatnich trzech lat stopniowo zwiększa udział przychodów z działalności telekomunikacyjnej. W bieżącym roku przychody z obu obszarów działalności osiągną zbliżony poziom, przy czym część telekomunikacyjna wykazuje wysoką dynamikę wzrostu.

Specjalizacja ATM S.A.

Działalność spółki ma miejsce na zbiegu obszaru telekomunikacji oraz integracji systemów teleinformatycznych. Na rynku integracji ATM koncentruje się w specjalizowanych instalacjach sieciowych oraz obliczeniowych. Na rynku szerokopasmowej transmisji danych podstawowym aktywem spółki jest własna infrastruktura w Warszawie, zlokalizowana w biznesowej części miasta (pomiędzy głównymi węzłami telekomunikacyjnymi oraz centrami biznesowymi).

IPO oraz cel emisji akcji

Spółka planuje wejście na giełdę, które ma umożliwić zmiany w strukturze akcjonariatu (wyjście z inwestycji przez fundusze Pre-IPO) oraz pozyskanie części środków na planowaną rozbudowę infrastruktury teleinformatycznej (w drodze emisji do 300.000 akcji serii F). Dodatkowo wyemitowane zostanie 130.000 akcji oferowanych w ramach programu motywacyjnego (seria E), sprzedawanych po cenie równej wartości nominalnej (7,60 zł za akcję serii E).

Wycena

W celu oszacowania wartości spółki zastosowaliśmy dwie metody wyceny: zdyskontowanych wolnych przepływów gotówkowych (DCF) oraz porównania prognozowanych wskaźników rynkowych. Metodą DCF szacujemy wartość akcji spółki po planowanych emisjach na 23,85 zł, zakładając cenę emisyjną akcji serii F równą 22 zł. Wycena porównawcza wskazuje na wartość akcji równą 25,72 zł. Po zastosowaniu średniej arytmetycznej obu wycen oraz bez uwzględnienia dyskonta ze względu na możliwą podaż akcji ze strony Wprowadzającego (ryzyko nie uplasowania całości akcji oferowanych przez Wprowadzającego w IPO jest nt w naszej ocenie niskie), szacujemy wartość akcji ATM na 24,80 zł.

Ticker

GPW	-
Reuters	-

Dane podstawowe

cena rynkowa (zł) *	24,80
wycena DCF (zł)	23,85
minimalna cena emisyjna	-
maksymalna cena emisyjna	-
kapitalizacja (tys. zł) **	80 031
EV (tys. zł) **	93 373
liczba akcji (tys.) **	3 227
free float (%) **	45,2%
free float (tys. zł) **	36 198

* równa uzyskanej wycenie akcji

** po IPO, przy założeniu uplasowania całej planowanej emisji 430 tys. szt. akcji

Akcyonariat po IPO *

	% akcji
Fundusze Pre-IPO **	0,00%
Tadeusz Czichon	18,72%
Roman Szwed	17,57%
Piotr Putechny	7,43%
Dariusz Kielkowski	7,02%
Pozostali dotychczasowi	10,62%
Nabywcy akcji w ofercie menedżer.	4,03%
Nowi akcjonariusze **	34,62%

* po planowanej emisji 430 tys. akcji

** przy założeniu sprzedaży całości akcji oferowanych przez fundusze Pre-IPO

Akcyonariat przed IPO

	% akcji
Polish Pre-IPO Fund SICAV	21,91%
Polish Pre-IPO L.P.	7,30%
Tadeusz Czichon	21,60%
Roman Szwed	20,27%
Piotr Putechny	8,57%
Dariusz Kielkowski	8,10%
Pozostali (poniżej 5%) łącznie	12,25%

Poprzednie rekomendacje

data	rekomendacja	kurs
nie sporządzano rekomendacji		

analityk:

Michał Janik

tel. (0-22)521-79-13

e-mail:

michal.janik@pkobp.pl

Dane finansowe

tys. zł	2002	2003	2004P	2005P	2006P
sprzedaż	73 308	72 809	93 559	104 926	119 382
EBITDA	5 472	7 983	10 669	14 955	17 881
zysk netto	1 436	1 879	4 431	5 534	5 897
EPS (zł)	0,44	0,58	1,37	1,71	1,83
DPS (zł)	1,08	0,00	0,41	0,86	0,91
CEPS (zł)	1,74	1,97	2,98	4,10	4,75
P/E	55,7	42,6	18,1	14,5	13,6
P/BV	1,83	1,90	1,50	1,39	1,32
EV/EBITDA	17,1	11,7	8,8	6,2	5,2

P - prognoza BDM PKO BP SA, wskaźniki porównywalne dla szacow. liczby akcji po emisji serii E i F

RAAFORT
 analityczny

Bankowy Dom Maklerski
 PKO Bank Polski SA
 ul. Puławska 15
 02-515 Warszawa
 tel. (0-22)521-80-00
 fax (0-22)521-79-46
 e-mail: infobdm@pkobp.pl

Informacja na temat
 powiązań pomiędzy BDM
 a spółką znajduje się na
 ostatniej stronie
 niniejszego opracowania

Wycena spółki

Wycena

W celu oszacowania wartości akcji ATM S.A. zastosowaliśmy dwie metody wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą. Na potrzeby metody DCF przyjęliśmy 10-letni horyzont czasowy oraz następujące założenia:

- Wzrost polskiego PKB równy 4,5% w całym okresie prognozy począwszy od przyszłego roku
- Inflacja średnioroczna równa 3%
- Stopa wolna od ryzyka równa 7% począwszy od przyszłego roku, rezydualna stopa wolna od ryzyka równa 6% (ze względu na oczekiwania konwergencji do poziomu strefy euro)
- Premia rynkowa na potrzeby oszacowania wymaganej stopy zwrotu z kapitału własnego na stałym poziomie 5%
- Realna rezydualna stopa wzrostu wolnych przepływów gotówkowych na poziomie 1,5%
- Wartość współczynnika beta równa 1
- Liczba akcji nowej emisji równa 430.000 sztuk, w tym 300.000 sztuk serii F
- Cena emisyjna akcji serii F równa 22 zł

Na podstawie przyjętych założeń w modelu DCF uzyskaliśmy wartość akcji ATM S.A. (po uwzględnieniu emisji akcji serii E oraz F) na poziomie 23,8 zł.

Z kolei na potrzeby wyceny porównawczej użyliśmy wskaźników rynkowych prognozowanych dla dwóch grup spółek. Pierwszą grupę użytą do porównań stanowią spółki zagraniczne o zbliżonym do ATM S.A. profilu działalności (pogranicze telekomunikacji oraz informatyki, z zaakcentowaniem posiadania i wykorzystywania własnej infrastruktury telekomunikacyjnej). Ze względu na niszowy profil biznesu ATM oraz brak odpowiedników na polskim rynku, drugą grupę spółek użytych do porównań stanowią polscy integratorzy notowani na GPW. Wycenę porównawczą ATM uzyskaliśmy stosując jednakowe wagi dla obu grup spółek użytych do porównań, jako że w najbliższych latach szacowane przychody ATM z działalności telekomunikacyjnej oraz IT będą zbliżone.

Spśród zastosowanych do wyceny porównawczej wskaźników, największą wagę przyznaliśmy wskaźnikowi P/E, a z kolei najmniejszą wskaźnikom opartym na prognozowanej sprzedaży. W wyniku wyceny metodą porównawczą uzyskaliśmy cenę akcji ATM S.A. (po uwzględnieniu emisji akcji serii E oraz F) na poziomie 25,7 zł.

Wycena

Model DCF

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Wskaźniki makroekonomiczne										
wzrost PKB w Polsce	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
inflacja średnioroczna (proc.)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
średnioroczny kurs USD/PLN	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
średnioroczny kurs EUR/PLN	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
EBIT										
efektywna stopa podatkowa (proc.)	0	10	19	19	19	19	19	19	19	19
opodatkowanie EBIT	0	725	1 603	1 851	2 106	2 215	2 280	2 350	2 423	2 579
NOPLAT										
amortyzacja (tys. zł)	5 178	7 703	9 441	11 528	11 716	11 932	12 160	12 395	12 636	12 885
nakłady kapitałowe (tys. zł)	15 441	18 412	10 327	12 471	12 820	13 203	13 499	13 771	14 055	14 348
inwestycje w kapitał obrotowy (tys. zł)	2 691	1 273	1 653	1 959	1 974	1 752	1 397	1 461	1 613	1 779
FCF (tys. zł)	-7 463	-5 455	4 297	4 988	5 900	6 422	6 983	7 180	7 299	7 752
kalkulacja WACC										
dług oprocentowany do kapitałów własnych	44%	54%	52%	48%	44%	40%	37%	34%	31%	28%
inflacja średnioroczna (proc.)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	6,0
premia rynkowa (proc.)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
koszt długu po opodatkowaniu (proc.)	8,4	7,6	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	5,8
koszt kapitału własnego (proc.)	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	11,0
WACC	10,4	9,6	9,3	9,5	9,7	9,9	10,1	10,3	10,4	9,5
wycena										
DFCF (tys. zł)	-7 175	-4 785	3 449	3 656	3 941	3 902	3 854	3 594	3 309	3 208
Suma DFCF (tys. zł)	16 952									
wartość rezydualna (tys. zł)	160 591								1,5	
zdyskontowana wart. rez. (tys. zł)	66 458									
wartość DCF (tys. zł)	83 410									
dług netto (tys. zł)	6 504									
wartość bez długu (tys. zł)	76 906									
wartość bieżąca aktywów nieoperacyjnych	54									
ilość akcji (tys. szt.)	3 227									
wycena DCF (zł / 1 akcja)	23,8									

Źródło: Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A.

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą ATM S.A. przeprowadziliśmy opierając się na dwóch grupach spółek tworzących bazę porównawczą. Pierwszą grupę stanowią spółki zagraniczne o profilu działalności zbliżonym do ATM (spółki działające na pograniczu telekomunikacji oraz informatyki). Drugą grupę użytych przez nas spółek stanowią polskie spółki informatyczne oferujące usługi integratorskie.

Wycenę w oparciu o spółki zagraniczne prezentuje zestawienie:

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			EV/S		
	2004F	2005F	2006F	2004F	2005F	2006F	2004F	2005F	2006F	2004F	2005F	2006F
Song Networks Holding AB	21,3	10,6	8,8	6,8	4,6	3,8	20,1	9,3	7,1	0,9	0,9	0,8
West Corp.	16,8	14,7	13,8	7,1	6,6	6,3	11,1	10,4	9,4	1,7	1,6	1,4
Aspect Communications Corp.	20,7	17,1	19,2	9,6	9,0	7,0	14,4	12,8		2,7	2,6	2,3
Tekelec	36,0	22,8	21,8	18,2	15,0		67,2	19,3		2,9	2,4	2,4
Commonwealth Telephone Entrp.	16,8	16,4	16,1	5,9	5,8	5,8	10,2	10,2	10,4	3,0	3,0	3,0
Infonet Services Corp.			10,5	5,0	3,6	1,8		9,1	4,4	0,5	0,5	0,4
Sonaecom SGPS S.A.		49,3	40,1	5,6	4,9	4,7	19,2	12,4	13,2	1,2	1,1	1,1
NextGenTel Holding ASA		27,8	11,1	5,7	4,1	3,3		13,8	7,7	1,4	1,1	1,0
Ixia	34,3	22,5		19,4	14,3					4,7	4,0	
Telindus Group N.V.		32,8	16,5	7,5	6,0	4,5		17,2	10,6	0,4	0,4	0,4
Mastec Inc.	8,3	5,8	4,4	4,5	4,0	2,5	6,4	5,2		0,5	0,4	
PC-Tel Inc.		48,5		13,4	3,5		17,3			2,0	1,5	
I.Net S.p.A.	34,2			4,3	8,5		39,0			0,8	1,1	
Nexxlink Technologies Inc.	24,5	16,1		8,7	6,0		14,9	9,1		0,8	0,6	
Dimension Data Holdings plc	61,5	30,7	22,4	4,0	2,8	2,2	21,8	8,1	7,5	0,1	0,1	0,1
Telecom Reseaux Services	12,2	14,3	5,1	5,2	4,5	4,5	13,9	10,0	10,0	0,5	0,5	0,5
Mediana	21,3	19,8	14,9	6,3	5,4	4,5	16,1	10,2	9,4	1,1	1,1	1,0
Implikowana cena ATM	29,21	33,99	27,26	18,98	22,80	22,93	25,37	20,90	22,53	28,68	33,58	33,93
<i>Waga wskaźnika</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,0%</i>
ATM												
Wycena porównawcza	25,8											
Dyskonto	0%											
Wycena jednej akcji (zł)	25,8											
zakładana liczba akcji po emisji	3 227 tys. sztuk											
Implikowana kapitalizacja (mln zł)	83,3											

Źródło: IBES, Bloomberg, Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A.

Zwięzła charakterystyka spółek użytych do skonstruowania bazy porównawczej: (działalność operacyjna wybranych spółek koncentruje się w dwóch obszarach: 1. Oprogramowanie i usługi IT oferowane klientom biznesowym, związane z telekomunikacją i Internetem; 2. Usługi telekomunikacyjne związane z oferowaniem transmisji danych przy wykorzystaniu własnej infrastruktury)

■ Song Networks Holding AB (Szwecja) - spółka oferuje szerokopasmowe rozwiązania dla transferu danych, głosu oraz dostępu do Internetu. Spółka posiada własną infrastrukturę w krajach skandynawskich.

■ West Corp. (USA) - spółka oferuje interaktywne rozwiązania w zakresie zarządzania kontaktami z klientem (Customer Relationship Management). Spółka oferuje m.in. systemy umożliwiające weryfikację strony transakcji, lokalizację placówek dealerskich, handel elektroniczny, obsługę reklamacji, promocji i systemów lojalnościowych oraz interaktywne chat. Ponadto spółka oferuje telefoniczne karty pre-paid oraz systemy obsługi kont.

■ Aspect Communications Corp. (USA) - spółka oferuje rozwiązania w zakresie zarządzania kontaktami z klientem (CRM) umożliwiające spółkom z całego świata utrzymywanie stałych kontaktów z klientami poprzez Internet, telefon, pocztę elektroniczną oraz fax.

- Tekelec (USA) - spółka projektuje, wytwarza, sprzedaje oraz serwisuje komponenty systemów sieciowych, systemy diagnostyczne oraz aplikacje dla sieci telekomunikacyjnych oraz centrów kontaktowych (contact centers). Klientami spółki są m.in. operatorzy telekomunikacyjni, dostawcy Internetu oraz operatorzy centrów kontaktowych.
- Commonwealth Telephone Enterprises (USA) oferuje klientom biznesowym pełną gamę usług głosowych i transmisji danych, takich jak szerokopasmowe usługi sieciowe oraz szybki dostęp do Internetu przy wykorzystaniu własnej, nowoczesnej sieci światłowodowej.
- Infonet Services Corp. (USA) oferuje klientom biznesowym z całego świata międzynarodową transmisję danych. Spółka posiada własną nowoczesną sieć umożliwiającą dostęp z szeregu krajów.
- SonaeCom, SGPS, S.A. (Portugalia) oferuje bezprzewodowy i kablony dostęp do Internetu oraz usług telefonicznych. Ponadto spółka oferuje usługi w zakresie integracji systemów oraz prowadzi działalność doradczą.
- NextGenTel Holding ASA (Norwegia) oferuje szerokopasmowy dostęp do Internetu oraz usługi IP dla klientów biznesowych i rezydencjalnych w Norwegii.
- Ixia (USA) oferuje systemy służące dokonywaniu analiz wieloportowych sieci dużej prędkości. Systemy tworzone przez spółkę pozwalają analizować ruch generowany w sieci, również wykorzystujący protokół VoIP.
- Telindus Group NV (Belgia) oferuje usługi związane z transferem danych oraz sieciami telekomunikacyjnymi. Spółka projektuje, instaluje, zabezpiecza, zarządza, kontroluje i utrzymuje sieci kablone i bezprzewodowe.
- MasTec Inc. (USA) buduje wewnętrzne i zewnętrzne sieci służące m.in. do przesyłu: głosu, danych, video oraz umożliwiających dostęp do Internetu. Sieci tworzone przez spółkę są zarówno przewodowe jak i bezprzewodowe. Klientami spółki są operatorzy telekomunikacyjni oraz operatorzy telewizji kablowych.
- PC-Tel, Inc. (USA) tworzy softwareowe rozwiązania komunikacyjne. Oprogramowanie spółki umożliwia dostęp do Internetu oraz systemów telekomunikacyjnych za pomocą sieci analogowych oraz szerokopasmowych.
- I.Net S.p.A. (Włochy) oferuje usługi dostępu do Internetu klientom biznesowym. Spółka instaluje sieci ISDN oraz umożliwia połączenia modemowe, utrzymuje strony www, świadczy usługi w zakresie handlu elektronicznego, bezpieczeństwa w sieci oraz oferuje wsparcie techniczne.
- Nexxlink Technologies Inc. (Kanada) oferuje outsourcing usług telekomunikacyjnych oraz IT. Usługi spółki koncentrują się na rozwiązaniach związanych z infrastrukturą sieciową.
- Dimensions Data Holdings (Wielka Brytania, RPA, świat) oferuje na całym świecie rozwiązania i usługi w zakresie IT oraz infrastruktury telekomunikacyjnej.
- Telecom Reseaux Services (Francja) oferuje klientom biznesowym rozwiązania telekomunikacyjne. Spółka świadczy usługi począwszy od instalacji sieci telekomunikacyjnej do jej odbudowy. Spółka jest niezależna od producentów sprzętu telekomunikacyjnego oraz operatorów telekomunikacyjnych.

Drugą grupą spółek użytych do skonstruowania bazy porównawczej są krajowe spółki informatyczne świadczące usługi integratorskie. Należy zwrócić uwagę, iż oferta ATM w obszarze IT stanowi uzupełnienie działalności telekomunikacyjnej i w dużej części jest ofertą niszową. Ponadto, strategia spółki przewiduje stopniowe zmniejszanie udziału obszaru IT na rzecz działalności telekomunikacyjnej. Ze względu na istotnie słabszą pozycję rynkową ATM jako integratora w stosunku do spółek użytych jako baza porównawcza oraz wyraźnie mniejszą wartość przychodów (generowanych w obszarze IT), przyjęliśmy 10% dyskonto w stosunku do wyceny uzyskanej na podstawie „krajowej” bazy porównawczej.

Spółka IT	2004F				2005F			
	P/E	P/CE	EV/EBITDA	MC/S	P/E	P/CE	EV/EBITDA	MC/S
Emax	21,5	12,1	8,5	1,28	14,8	9,4	7,1	1,10
Computerland	42,1	16,8	11,4	1,16	19,9	11,5	8,0	0,86
Prokom	22,0	11,5	8,5	1,21	15,6	9,4	7,3	0,98
Ster-Projekt	11,0	5,5	3,8	0,33	7,6	4,4	3,0	0,3
Softbank	14,5	8,4	6,6	1,03	12,4	7,5	5,7	0,91
Comarch	33,3	16,2	13,3	1,37	30,6	15,4	12,4	1,30
Mediana	21,76	11,82	8,50	1,18	15,18	9,39	7,20	0,94
Implikowana cena ATM	29,88	35,20	26,07	34,29	26,04	38,53	31,35	30,60
<i>Waga wskaźnika</i>	<i>25,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,5%</i>	<i>2,5%</i>	<i>25,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,5%</i>	<i>2,5%</i>
ATM								
Wycena porównawcza jednej akcji	30,15							
zakładana liczba akcji po emisji	3 227 tys. sztuk							
Dyskonto	15%							
Wycena jednej akcji (zł)	25,6							
Implikowana kapitalizacja (mln zł)	82,7							

Źródło: Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A.

Ze względu na fakt, iż w najbliższych latach prognozowane przychody ATM S.A. generowane w obszarze IT oraz w działalności telekomunikacyjnej będą zbliżone, przyjęliśmy równe wagi dla wycen uzyskanych na podstawie grup porównawczych składającej się z polskich spółek IT oraz ze spółek zagranicznych działających, podobnie jak ATM S.A., na styku telekomunikacji i informatyki. Na podstawie tego założenia szacujemy wartość jednej akcji ATM S.A. po IPO oszacowaną metodą porównawczą na 25,72 zł:

Wycena na podstawie spółek zagranicznych	25,80
Wycena na podstawie polskich spółek IT	25,63
Wycena porównawcza ATM	
Implikowana cena akcji ATM	25,72

Źródło: Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A.

Dane finansowe ATM S.A. (tys. zł)

Bilans	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Aktywa	100 415	75 623	74 336	95 063	109 286	115 617	121 871	128 585	134 816	140 459	146 348	152 631	159 671
Aktywa trwałe	45 340	44 372	46 496	56 785	67 612	68 649	69 758	71 024	72 438	73 891	75 387	76 937	78 544
Wartości niematerialne i prawne	923	281	54	73	117	172	231	300	380	464	550	638	730
Rzeczowy majątek trwały	42 924	42 171	44 835	55 079	65 744	66 574	67 458	68 494	69 685	70 940	72 231	73 561	74 933
Należności długoterminowe	1 001	839	645	829	930	1 058	1 198	1 334	1 456	1 553	1 654	1 765	1 886
Inwestycje długoterminowe	8	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54
RMK długoterminowe	484	1 027	908	750	768	791	816	841	863	880	899	919	941
Aktywa obrotowe	55 075	31 251	27 840	38 278	41 673	46 968	52 113	57 561	62 378	66 568	70 961	75 695	81 127
Zapasy	5 862	2 702	2 367	2 660	2 458	2 234	2 143	2 111	2 084	2 061	2 044	2 031	2 023
Należności krótkoterminowe	39 243	22 013	22 875	28 557	31 740	35 788	40 211	44 538	48 376	51 437	54 625	58 132	61 986
Inwestycje krótkoterminowe	9 242	5 852	1 870	6 125	6 426	7 752	8 407	9 406	10 274	11 317	12 425	13 539	14 988
środkii pieniężne	9 242	4 361	1 870	6 125	6 426	7 752	8 407	9 406	10 274	11 317	12 425	13 539	14 988
RMK krótkoterminowe	728	684	728	936	1 049	1 194	1 352	1 506	1 643	1 753	1 867	1 992	2 129
Pasywa	100 415	75 623	74 336	95 063	109 286	115 617	121 871	128 585	134 816	140 459	146 348	152 631	159 671
Kapitał własny	41 748	43 706	42 088	53 357	57 561	60 691	64 645	69 136	73 531	77 953	82 519	87 228	92 419
Kapitał zakładowy	21 258	21 258	21 258	24 526	24 526	24 526	24 526	24 526	24 526	24 526	24 526	24 526	24 526
Kapitał zapasowy	32 317	20 490	16 993	22 964	26 066	28 833	31 781	35 232	39 203	43 386	47 689	52 123	56 695
Zysk/strata z lat ubiegłych	0	0	1 436	1 436	1 436	1 436	1 436	1 436	1 436	1 436	1 436	1 436	1 436
Wynik z lat ubiegłych	0	522	522	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto	-11 827	1 436	1 879	4 431	5 534	5 897	6 903	7 942	8 366	8 605	8 869	9 144	9 763
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	58 667	31 917	32 248	41 706	51 725	54 927	57 226	59 449	61 285	62 506	63 828	65 403	67 251
Rezerwy na zobowiązania	9	566	431	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
Zobowiązania długoterminowe	11 724	16 317	15 882	20 583	28 084	28 084	26 884	25 684	24 484	23 284	22 084	20 884	19 684
Zobowiązania krótkoterminowe	38 936	12 038	13 598	17 776	19 936	22 683	25 684	28 620	31 225	33 301	35 465	37 845	40 460
<i>dług oprocentowany (kt. i dt.)</i>	<i>21 324</i>	<i>18 130</i>	<i>18 015</i>	<i>23 371</i>	<i>31 211</i>	<i>31 642</i>	<i>30 913</i>	<i>30 173</i>	<i>29 382</i>	<i>28 507</i>	<i>27 647</i>	<i>26 820</i>	<i>26 030</i>
sprzedaż/aktywa		0,83	0,97	1,10	1,03	1,06	1,14	1,20	1,25	1,27	1,30	1,33	1,36
dług/kapitał własny		0,73	0,77	0,78	0,90	0,91	0,89	0,86	0,83	0,80	0,77	0,75	0,73
dług oprocentowany/kapitał własny		0,41	0,43	0,44	0,54	0,52	0,48	0,44	0,40	0,37	0,34	0,31	0,28
dług oprocentowany/EBITDA		3,31	2,26	2,19	2,09	1,77	1,45	1,32	1,25	1,18	1,12	1,06	0,98
ROE		3,4%	4,4%	9,3%	10,0%	10,0%	11,0%	11,9%	11,7%	11,4%	11,1%	10,8%	10,9%
ROA		1,6%	2,5%	5,2%	5,4%	5,2%	5,8%	6,3%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,3%

Rachunek zysków i strat	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody netto ze sprzedaży	91 032	73 308	72 809	93 559	104 926	119 382	135 180	150 633	164 340	175 270	186 658	199 183	212 946
Przychody netto ze sprzedaży produktów	23 457	38 248	47 671	65 304	78 033	94 004	110 021	125 176	138 538	149 102	160 071	172 072	185 201
Przychody netto ze sprzedaży tow. i mat.	67 575	35 060	25 138	28 255	26 892	25 378	25 159	25 457	25 802	26 168	26 587	27 111	27 746
Koszty sprzedanych produktów, tow. i mat.	67 428	43 352	39 887	53 062	59 326	67 477	77 121	86 943	96 079	103 874	111 930	120 888	129 179
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	17 625	18 314	22 230	33 284	40 501	49 713	59 509	69 123	78 018	85 557	93 320	101 911	109 757
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	49 803	25 038	17 657	19 778	18 825	17 764	17 611	17 820	18 061	18 318	18 611	18 978	19 422
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	23 604	29 956	32 922	40 496	45 600	51 905	58 059	63 690	68 261	71 396	74 727	78 295	83 768
Zysk (strata) na sprzedaży	-10 063	1 813	3 097	5 959	7 777	9 036	10 418	11 838	12 482	12 874	13 301	13 751	14 637
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-468	-505	411	-468	-525	-597	-676	-753	-822	-876	-933	-996	-1 065
EBIT	-10 531	1 308	3 508	5 491	7 252	8 439	9 742	11 085	11 660	11 998	12 368	12 755	13 572
saldo na działalności finansowej	-1 441	17	-1 630	-1 060	-1 104	-1 159	-1 220	-1 280	-1 332	-1 374	-1 418	-1 466	-1 519
Zysk (strata) brutto	-11 972	1 325	1 878	4 431	6 148	7 280	8 522	9 805	10 328	10 623	10 950	11 288	12 053
Podatek dochodowy	-145	-111	-1	0	615	1 383	1 619	1 863	1 962	2 018	2 080	2 145	2 290
Zysk (strata) netto	-11 827	1 436	1 879	4 431	5 534	5 897	6 903	7 942	8 366	8 605	8 869	9 144	9 763
marża brutto na sprzedaży	25,9%	40,9%	45,2%	43,3%	43,5%	43,5%	42,9%	42,3%	41,5%	40,7%	40,0%	39,3%	39,3%
marża EBIT	-11,6%	1,8%	4,8%	5,9%	6,9%	7,1%	7,2%	7,4%	7,1%	6,8%	6,6%	6,4%	6,4%
marża EBITDA	-7,0%	7,5%	11,0%	11,4%	14,3%	15,0%	15,7%	15,1%	14,4%	13,8%	13,3%	12,7%	12,4%
rentowność netto	-13,0%	2,0%	2,6%	4,7%	5,3%	4,9%	5,1%	5,3%	5,1%	4,9%	4,8%	4,6%	4,6%

Cash Flow	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Działalność operacyjna, w tym:	1 248	2 358	8 207	8 202	12 903	14 689	17 503	18 710	19 535	20 298	20 743	21 130	21 859
wynik netto	-11 827	1 436	1 879	4 431	5 534	5 897	6 903	7 942	8 366	8 605	8 869	9 144	9 763
amortyzacja	4 187	4 164	4 475	5 178	5 703	5 441	11 528	11 716	11 932	12 160	12 395	12 636	12 885
Działalność inwestycyjna, w tym:	-14 879	-3 521	-4 671	-15 441	-18 412	-10 327	-12 471	-12 820	-13 203	-13 499	-13 771	-14 055	-14 348
wpływy	254	672	1 701	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
wydatki	15 133	4 193	6 372	15 441	18 412	10 327	12 471	12 820	13 203	13 499	13 771	14 055	14 348
Działalność finansowa, w tym:	22 335	-3 717	-6 027	11 494	5 810	-3 036	-4 377	-4 891	-5 463	-5 757	-5 863	-5 961	-6 062
wpływy	22 977	7 001	193	12 194	7 840	431	471	461	409	326	339	373	410
wpływy z emisji akcji	0	0	0	6 838	0	0	0	0	0	0	0	0	0
wydatki	642	10 718	6 220	700	2 029	3 467	4 848	5 351	5 871	6 083	6 202	6 335	6 472
dywidendy	0	0	3 496	0	1 329	2 767	2 948	3 451	3 971	4 183	4 302	4 435	4 572
Zmiana stanu środków pieniężnych	8 704	-4 880	-2 491	4 255	301	1 327	654	999	869	1 042	1 108	1 114	1 449
Środki pieniężne na koniec okresu	9 242	4 361	1 870	6 125	6 426	7 753	8 407	9 406	10 275	11 317	12 425	13 539	14 988

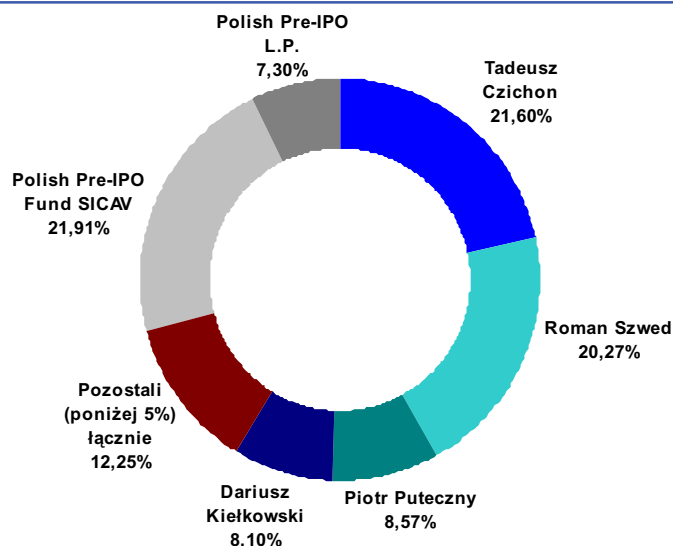
Źródło: Prognozy Bankowego Domu Maklerskiego PKO BP S.A.

Emisja akcji i struktura akcjonariatu

Dotychczasowa struktura akcjonariatu

Kapitał zakładowy ATM S.A. przed IPO dzieli się na 2.797.040 akcji na okaziciela serii A-D o wartości nominalnej 7,60 zł. Wraz z emisją akcji serii E oraz F, wszystkie istniejące dotychczas akcje ATM S.A. wprowadzane są do publicznego obrotu. Przed emisją akcji serii E oraz F struktura akcjonariatu spółki kształtuje się następująco:

Udział w kapitale i głosach na WZA ATM S.A. przed IPO



Źródło: ATM S.A.

Lock-up

Założyciele spółki zobowiązali się do nie sprzedawania posiadanych akcji przez 6 miesięcy od IPO. Pracownicy spółki, posiadający 114.287 akcji serii C objętych w ramach programu opcyjnego (po 7,60 zł) nie są objęci zobowiązaniem do nie sprzedawania akcji. Zobowiązaniem takim nie są również objęte fundusze Pre-IPO, które oferują całość posiadanych akcji (łącznie 817.040 sztuk akcji serii B i D) do sprzedaży. Akcje serii B (630.000 sztuk) były nabywane po średniej cenie 28,96 zł, zaś serii D (187.040 sztuk) po 7,60 zł.

Emisja akcji serii E i F oraz struktura akcjonariatu po emisji

Publiczna Oferta (w tym Oferta Otwarta obejmuje 1.117.040 sztuk) obejmuje:

- sprzedaż do 817.040 sztuk akcji (seria B i D) oferowanych przez fundusze Pre-IPO,
- emisję 130.000 akcji serii E (oferta menedżerska), emitowanych po cenie równej wartości nominalnej (7,60 zł). Akcje te zostaną objęte przez subemitenta usługowego a następnie przydzielane będą osobą objętym programem motywacyjnym kolejno w latach 2005, 2006 i 2007, zaś ich objęcie przez te osoby nie będzie obwarowane okresem ograniczenia możliwości sprzedaży,
- emisję do 300.000 akcji serii F.

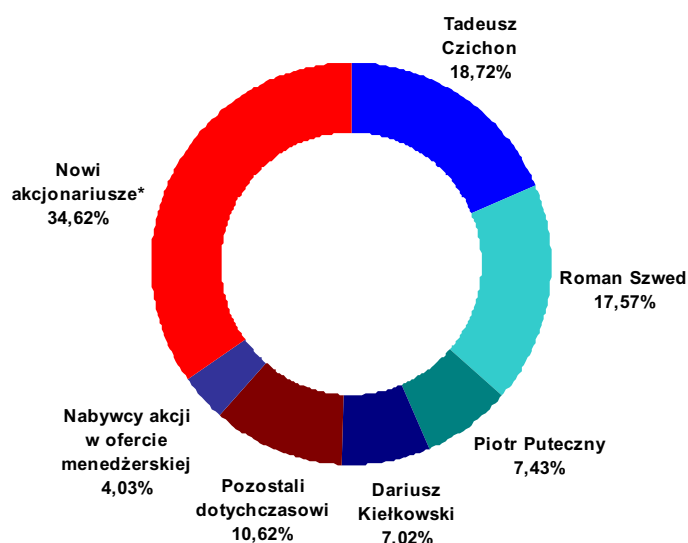
Akcje serii A-F uczestniczą w dywidendzie wypłacanej z zysku za rok 2004.

Zakładając, iż:

- objęta zostanie całość oferowanych akcji nowych emisji (seria E oraz F)
- wszystkie akcje oferowane przez Wprowadzającego (fundusze Pre-IPO), w liczbie 817.040 sztuk zostaną nabyte przez nowych akcjonariuszy w IPO,

struktura akcjonariatu ATM S.A. po IPO będzie się kształtowała następująco:

Udział w kapitale i głosach na WZA ATM S.A. po IPO



Źródło: ATM S.A., BDM PKO BP S.A.

* przy założeniu sprzedaży w IPO nowym akcjonariuszom całości akcji oferowanych przez fundusze Pre-IPO

Przeznaczenie środków z emisji

Strategia ATM S.A. zakłada rozwijanie działalności w obszarze telekomunikacji. Spółka planuje do końca 2005 roku zainwestować około 20 mln zł w rozbudowę własnej infrastruktury telekomunikacyjnej. Inwestycja ta dokonywana będzie stopniowo, nakłady ponoszone będą zatem w sposób ciągły w całym okresie inwestycji. Opierając się na dokonanej przez nas wycenie akcji ATM S.A. oraz uwzględniając bieżące uwarunkowania rynkowe przyjęliśmy, iż cena emisyjna akcji serii F ukształtuje się na poziomie 22 zł. Założenie to oznacza, iż w przypadku uplasowania całej transzy oferowanych akcji serii F (oraz oferowanych w ofercie menedżerskiej akcji serii E) spółka pozyska netto 6,84 mln zł. Pozostała część gotówki (13,16 mln zł) wymaganej dla realizacji zamierzeń inwestycyjnych pochodzić będzie z innych niż emisja akcji źródeł finansowania. Opierając się na prognozowanych przez nas wynikach spółki w latach 2004-2005, generowanych przez ATM S.A. przepływach gotówkowych oraz zakładanym „bezpiecznym” poziomie środków pieniężnych przyjęliśmy, iż do końca roku 2005 spółka zwiększy zadłużenie oprocentowane o 13,2 mln zł (wzrost zadłużenia oprocentowanego o 5,36 mln zł w 2004 roku oraz o 7,84 mln zł w 2005 roku). Spółka deklaruje, iż środki pozyskane z emisji nie zostaną przeznaczone na spłatę zadłużenia ani na nabywanie składników majątkowych od podmiotów powiązanych. Uważamy jednocześnie, iż emisja 300.000 akcji serii F (9,3% kapitału zakładowego spółki po IPO) nie jest niezbędnym i jedynym możliwym sposobem pozyskania gotówki na finansowanie realizacji zamierzonego celu inwestycyjnego. Oczekujemy, iż w przyszłych latach spółka generować będzie znaczne przepływy gotówkowe umożliwiające stopniową redukcję zadłużenia oprocentowanego oraz wypłaty dywidend stanowiących istotną część wypracowywanych zysków. Negatywną stroną emisji akcji serii F jest zatem w naszej ocenie niekonieczne rozwodnienie kapitału.

Możliwa podaż akcji ze strony dotychczasowych akcjonariuszy po rozpoczęciu notowań

Kluczową częścią Oferty Publicznej jest oferta akcji serii B i D sprzedawanych przez fundusze Pre-IPO (Wprowadzający), w łącznej liczbie 817.040 sztuk (73,14% akcji oferowanych poza oferta menedżerską). Wprowadzający zastrzegli prawo odstąpienia od Oferty Sprzedaży akcji serii B i D w przypadku, gdy inwestorzy złożą zapisy na mniej niż 75% łącznej liczby akcji serii B i D oferowanych do sprzedaży. W takiej sytuacji, jak również w przypadku złożenia zapisów na mniej niż 100% akcji oferowanych przez fundusze Pre-IPO, istniałoby poważne zagrożenie dla kursu akcji ATM S.A. notowanych na GPW znaczną podażą ze strony funduszy Pre-IPO akcji nie sprzedanych w IPO. Ryzyko wystąpienia sytuacji, w której Wprowadzający nie sprzedadzą wszystkich oferowanych akcji w IPO oceniamy jednak jako minimalne. Z kolei ryzyko podaży akcji ze strony założycieli spółki ogranicza deklaracja nie sprzedawania przez nich akcji w okresie 6 miesięcy od IPO. Na zwiększoną podaż akcji ATM S.A. w przyszłości w naszej ocenie wpływać będą jednak pracownicy spółki, posiadający 114.287 sztuk akcji serii C (obejmowanych w ramach programu opcyjnego po średniej cenie 7,60 zł) oraz obejmujący 130.000 akcji serii E w ramach nowego programu motywacyjnego (po 7,60 zł w latach 2005,2006,2007).

Harmonogram Oferty Otwartej

Harmonogram Oferty Otwartej	
do 1.IX.2004	Opublikowanie przedziału cenowego
2.IX.2004	Otwarcie Publicznej Oferty
2-3.IX.2004	Budowa Księgi Popytu (do godz. 14:00 3.IX.2004)
3.IX.2004	Ustalenie ceny emisyjnej i ceny sprzedaży
do 4.IX.2005	Publikacja ceny emisyjnej i ceny sprzedaży
6.IX.2004	Otwarcie subskrypcji akcji oferowanych w ramach Oferty Otwartej
6-8.IX.2004	Przyjmowanie zapisów w Transzy Małych Inwestorów
6-10.IX.2004	Przyjmowanie zapisów w Transzy Dużych Inwestorów
do 15.IX.2004	Przydział akcji oferowanych w ramach Oferty Otwartej
15.IX.2004	Zamknięcie Publicznej Supskrypcji

Źródło: ATM S.A.

Oferta Otwarta

Oferta Otwarta obejmuje 1.117.040 akcji, w tym:

- sprzedaż 817.040 akcji serii B i D,
- publiczną subskrypcję 300.000 akcji serii F.

Akcje objęte Ofertą Otwartą oferowane są inwestorom z wyłączeniem prawa poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy w dwóch transzach:

- Transzy Małych Inwestorów (obejmującej 300.000 akcji sprzedawanych), w której zapisy mogą być składane na nie więcej niż 5.000 akcji.
- Transzy Dużych Inwestorów (obejmującej 300.000 akcji serii F oraz 517.040 akcji sprzedawanych), w ramach której zapisy będą mogli składać inwestorzy, którzy zostaną zaproszeni do udziału w procesie budowania Księgi Popytu. Inwestorzy, do których nie zostanie skierowane zaproszenie do udziału w procesie budowania Księgi Popytu, mogą składać zapisy na co najmniej 5.001 akcji. Zapisy w Transzy Dużych Inwestorów będą mogły składać osoby fizyczne, osoby prawne, jednostki organizacyjne nie posiadające osobowości prawnej, zarządzający cudzym pakietem papierów wartościowych. W przypadku nadsubskrypcji pierwszeństwo w przydziale oferowanych akcji przysługiwać będzie inwestorom, którzy uczestniczyli w procesie budowania Księgi Popytu.

Wprowadzający (fundusze Pre-IPO), w porozumieniu z BDM PKO BP SA, mogą zdecydować o przesunięciu Akcji Sprzedawanych (817.040 sztuk) pomiędzy transzami w trakcie dokonywania przydziału Akcji serii F i Akcji Sprzedawanych, jednak w przypadku, gdy liczba Akcji Sprzedawanych, na które złożono zapisy w Transzy Małych Inwestorów będzie większa niż 300.000 Akcji Sprzedawanych, to liczba Akcji w tej transzy nie zostanie zmniejszona. Wprowadzający mogą odstąpić od oferty Akcji Sprzedawanych w przypadku, gdy po zakończeniu przyjmowania zapisów w obu transzach wartość akcji, na które zgłoszono popyt przy satysfakcjonującej dla Wprowadzających cenie, nie zapewni co najmniej 75% łącznej liczby Akcji Sprzedawanych oferowanych do sprzedaży tj. co najmniej 612.780 Akcji Sprzedawanych.

Udział w procesie budowania Księgi Popytu na akcje oferowane w Ofercie Otwartej będzie podstawowym czynnikiem brany pod uwagę przez ATM S.A. i Wprowadzających przy przydziale Akcji w Transzy Dużych Inwestorów.

W przypadku subskrybowania mniejszej liczby akcji, niż oferowana w Transzy Dużych Inwestorów, inwestorom zostaną przydzielone akcje zgodnie ze złożonym zapisem następująco:

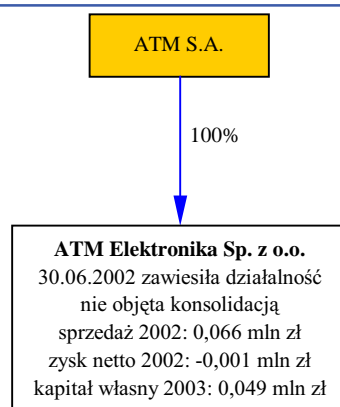
- w pierwszej kolejności 300 000 Akcji Serii F,
- w następnej kolejności Akcje Sprzedawane, aż do zaspokojenia popytu w Transzy Dużych Inwestorów (o ile Wprowadzający nie odstąpią od przeprowadzenia oferty akcji Sprzedawanych).

Charakterystyka spółki

Grupa kapitałowa

W skład grupy kapitałowej ATM S.A. poza jednostką dominującą wchodzi spółka ATM Elektronika Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie. Spółka ta 30.06.2002 zawiesiła prowadzoną działalność i nie przewiduje jej reaktywowania. Do momentu zawieszenia działalności ATM Elektronika prowadziła sprzedaż niektórych towarów i usług, będących w ofercie ATM S.A., dla wyspecjalizowanych klientów w latach 2001-2002. Ze względu na znikomą wielkość spółki zależnej oraz na fakt zaprzestania przez nią działalności, o profilu grupy decyduje wyłącznie ATM S.A. Kształt grupy kapitałowej wraz z udziałem jednostki dominującej w kapitale ATM Elektronika Sp. z o.o. obrazuje zestawienie:

Grupa ATM S.A.



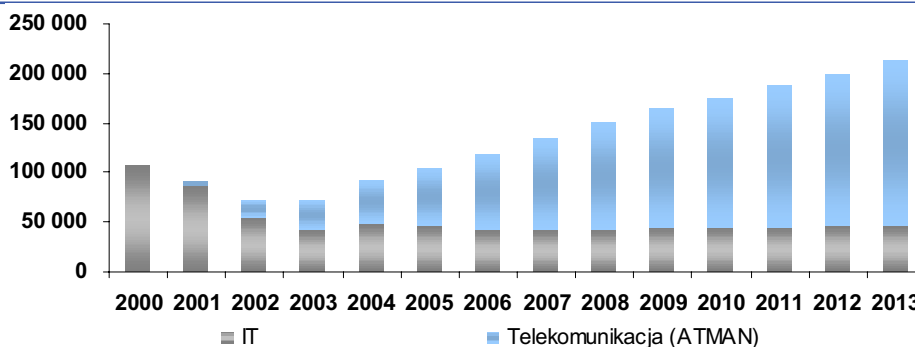
Źródło: ATM S.A.

Działalność ATM S.A.

ATM S.A. powstała w 1997 roku z przekształcenia w spółkę akcyjną ATM Sp. z o.o. Od początku swojego istnienia aż do roku 2001 spółka działa wyłącznie w obszarze IT. Poprzednik prawny ATM S.A. (ATM Sp. z o.o.) został założony w 1991 roku, a w 1993 roku rozpoczął działalność gospodarczą. Działalność ta obejmowała dystrybucję zaawansowanych rozwiązań techniki komputerowej, później również integrację systemową dostarczanych rozwiązań. Następca prawny, ATM S.A., rozwijał działalność w zakresie integracji systemowej oraz projektowania i budowy, głównie szerokopasmowych, sieci teleinformatycznych. Odbiorcami usług spółki zostały banki, operatorzy telekomunikacyjni oraz administracja publiczna. Spółka w latach dziewięćdziesiątych stworzyła pierwszego w Polsce prywatnego operatora usług internetowych (Internet Komercyjny w Polsce, później ATOM S.A.), w 1999 roku sprzedanego z zyskiem do Global TeleSystems.

Przełom w historii spółki nastąpił w 2001 roku, kiedy to ATM S.A. równoległe z prowadzoną działalnością integracyjną rozpoczęła działalność telekomunikacyjną, prowadzoną pod nazwą handlową ATMAN. Działalność telekomunikacyjna jest dynamicznie rozwijana i w naszej ocenie w przyszłości stanowić będzie główny obszar działalności ATM S.A.

Historyczna oraz prognozowana struktura przychodów ATM S.A. (mln zł)



Źródło: ATM S.A., Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A.

Konkurencja

ATM S.A. wykształciła na przestrzeni kilku ostatnich lat unikalny profil działalności, obejmujący tradycyjny dla spółki obszar IT oraz stosunkowo nową działalność telekomunikacyjną. Specjalizacja na styku integracji oraz telekomunikacji jest relatywnie rzadka w skali światowej, zaś w Polsce nie występują spółki o podobnym profilu działalności świadczonej w zbliżonej skali. Ze względu na niszową ofertę ATM S.A. nie można wskazać bezpośrednich konkurentów spółki. Konkurentami ATM S.A. są jednak dwie grupy podmiotów, aktywnych w dwóch podstawowych obszarach działalności ATM.

W tradycyjnym obszarze działalności ATM S.A., czyli na krajowym rynku integracji systemowej, głównymi konkurentami spółki są najwięksi integratorzy świadczący usługi dla grup klientów obsługiwanych przez ATM. Ze względu na fakt, iż odbiorcami spółki są operatorzy telekomunikacyjni, sektor finansowy, większe przedsiębiorstwa oraz administracja publiczna, ATM S.A. działa na bardzo konkurencyjnym i podzielonym rynku. Najważniejszymi konkurentami spółki w tym obszarze są duzi polscy integratorzy, tacy jak Prokom, ComputerLand czy Ster-Projekt, a także światowi producenci sprzętu świadczący w kraju działalność integratorską, tacy jak HP czy IBM. Silna pozycja rynkowa konkurentów spółki nie przesądza jednak o małych możliwościach ATM S.A. pozyskiwania kontraktów w obszarze IT. Spółka wyspecjalizowała się bowiem w kilku niszach rynku IT (superkomputery, instalacje sieciowe), dzięki czemu w wielu przypadkach jest traktowana przez pozostałych uczestników krajowego rynku IT jako wyspecjalizowany partner, a nie konkurent. Ponadto, ATM S.A. osiąga wyraźną przewagę konkurencyjną w przypadku złożonych zleceń, wymagających połączenia wyspecjalizowanej wiedzy w obszarze IT oraz telekomunikacji. Uważamy, iż dzięki łączeniu kompetencji w tych dwóch obszarach spółka ma szansę z sukcesem konkurować na trudnym, polskim rynku IT nawet z tak dużymi i renomowanymi graczami, jak wskazani powyżej. Należy jednak pamiętać, iż procesy konsolidacji na rynku oraz rozwój kompetencji przez konkurentów może w przyszłości doprowadzić do pozyskania przez dużych graczy IT unikalnych dotychczas kompetencji posiadanych przez ATM, pozwalających na działalność w rentownej niszy rynkowej. W takim scenariuszu pozycja konkurencyjna ATM S.A. uległaby znacznemu osłabieniu.

Drugim obszarem działalności ATM S.A. jest telekomunikacja, której oczekiwany udział w przychodach spółki będzie dynamicznie wzrastał. Spółka świadczy usługi operatora telekomunikacyjnego, konkurując głównie na rynku transmisji danych. Polski rynek transmisji danych cechuje się silną fragmentaryzacją. Na rynku tym działa kilkuset operatorów, wśród których największymi są TP S.A. oraz TelEnerg, posiadające łącznie około 71% rynku. Pozostałe podmioty rekrutują się spośród operatorów telefonii głosowej, operatorów telewizji kablowej lub pozostałych podmiotów dysponujących niezbędną infrastrukturą. ATM S.A. dysponuje własną infrastrukturą telekomunikacyjną w Warszawie, na którą składają się m.in. łącza światłowodowe o długości około 200 km. W stolicy konkurentami spółki są operatorzy telefonii głosowej (głównie TP S.A., posiadająca najsilniej rozwiniętą infrastrukturę) oraz inne podmioty posiadające infrastrukturę, takie jak operatorzy telewizji kablowych. Infrastruktura ATM S.A. w przeciwieństwie do konkurentów nastawionych na obsługę klientów indywidualnych, umiejscowiona jest w centrum miasta. Dzięki takiemu zlokalizowaniu infrastruktury ATM S.A. obsługuje połączenia pomiędzy głównymi węzłami telekomunikacyjnymi oraz centrami biznesowymi, osiągając dostęp do dużych klientów przy operowaniu na obszarze nie stanowiącym rynku strategicznego dla części konkurentów.

Ze względu na wielkość i strukturę dwóch rynków, na których styku prowadzi działalność ATM S.A., udział spółki w obu tych rynkach jest nieznaczny i taki też w naszej ocenie pozostanie w przyszłości. Osiągając przychody roczne rzędu 100 mln zł spółka nie będzie znaczącym graczem w skali kraju, jednak w zajmowanych niszach pozycja ATM S.A. będzie znacząca, głównie ze względu na posiadane kompetencje, połączone z posiadaniem własnej infrastruktury telekomunikacyjnej w stolicy. Przychody w obszarze IT osiągnięte w 2003 roku (niecałe 43 mln zł) dają spółce około 1% (poniżej) udział w krajowym rynku IT. Znacząco mniejszy udział spółka notuje w szeroko rozumianym rynku telekomunikacyjnym, z przychodami ATMAN nieco powyżej 30 mln zł (w 2003 roku).

Istotnym dla oceny bezpieczeństwa finansowego i stabilności prowadzonej działalności w przyszłości jest fakt, iż spółka nie stanowi konkurencji dla TP S.A. Spółka jest postrzegana przez największego polskiego operatora telekomunikacyjnego jako partner. Doświadczenie i kompetencje spółki umożliwiają konkurentom posiadającym własną infrastrukturę teletransmisyjną poszerzenie oferty o specjalizowane, zaawansowane usługi, na które wzrasta zapotrzebowanie. ATM S.A. nie zamierza rozpocząć świadczenia usług głosowych. Strategia ta wpływa na bezpieczeństwo oczekiwanych przepływów finansowych z obszaru telekomunikacji i powoduje, iż dyskonto przy wycenie z tytułu nikłej pozycji rynkowej wobec TP S.A. jest zbędne.

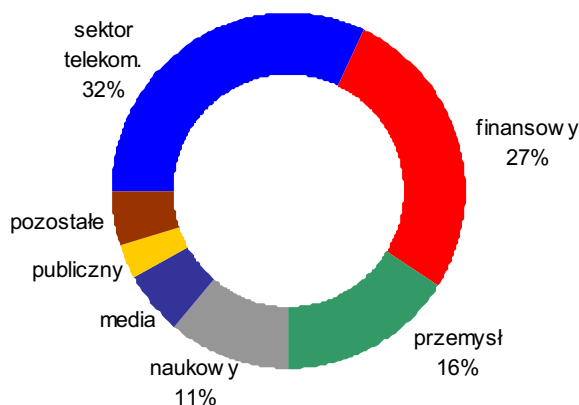
Spółka dzierżawi od TP S.A. kanalizację teletechniczną na podstawie negocjowalnych, pięcioletnich umów zawartych w 2004 roku, zaś TP S.A. jest ponadto beneficjentem współpracy z ATM S.A. ze względu na wymianę ruchu telekomunikacyjnego pomiędzy spółkami. Ryzyko zerwania przez TP S.A. umów dzierżawy kanalizacji oceniamy zatem jako znikome.

Czynnikiem stanowiącym ryzyko destabilizacji poziomu przychodów ATM S.A. w obszarze telekomunikacji jest możliwy dynamiczny rozwój telekomunikacyjnych usług szerokopasmowych, oferowanych przez konkurencję. Ryzyko to zmniejszone jest jednak w przypadku zintegrowanych usług niszowych, jakie świadczy ATM S.A. Obszar telekomunikacyjny działalności ATM S.A. jest przy tym wyraźnie mniej podatny na nieoczekiwane wahania przychodów niż obszar IT.

Odbiorcy ATM S.A.

ATM S.A. świadczy usługi wyłącznie na rynku krajowym, przy zachowaniu silnie zdywersyfikowanej struktury odbiorców. Podstawowym sektorem, do którego ATM kieruje swoją ofertą, jest sektor telekomunikacyjny. Struktura odbiorców spółki w okresie ostatnich trzech lat była relatywnie stabilna, z zarysowującym się spadkiem udziału sektora przemysłowego oraz publicznego.

Struktura odbiorców ATM S.A. w 2003 roku w podziale na sektory



Źródło: ATM S.A.

Wysoki stopień dywersyfikacji odbiorców sprawia, iż postrzegamy ATM S.A. jako spółkę bezpieczną ze względu na ryzyko uzależnienia od jednego bądź kilku większych klientów. W ubiegłym roku tylko jeden odbiorca wygenerował dla ATM S.A. ponad 10% rocznych przychodów (15% - BRE Bank S.A.). Spośród pozostałych odbiorców udział jeszcze tylko jednego podmiotu przekroczył 5% rocznych przychodów ATM S.A. Na rzecz BRE Bank S.A. spółka świadczy zróżnicowane usługi, do których należą: outsourcing telekomunikacyjny, dostawy i wdrożenia sieci teleinformatycznych oraz rozwój systemu bankowości internetowej dla klientów korporacyjnych. Spółka w 2001 roku zawarła na czas nieokreślony umowę obejmująca obsługę telekomunikacyjną sieci rozległej, serwis urządzeń sieciowych sieci WAN i LAN oraz inne usługi towarzyszące o szacowanych wpływach w okresie najbliższych 5 lat przekraczających 31 mln zł.

Pozytywnym zjawiskiem w strukturze klientów ATM S.A. jest wysoki wskaźnik utrzymania dotychczasowych klientów. Dotychczasowe rezygnacje z usług ATM S.A. spowodowane były niemal wyłącznie zakończeniem działalności przez klientów, fuzjami lub zmianą lokalizacji.

Na liczbę potencjalnych klientów ATM S.A. w przyszłości w naszej ocenie będzie silnie oddziaływać deregulacja polskiego rynku telekomunikacyjnego. Dostosowywanie krajowego prawa telekomunikacyjnego do standardów Unii Europejskiej z jednej strony wpłynie na wzrost liczby operatorów działających na rynku polskim, z drugiej strony wpłynie na znaczne obniżenie cen połączeń telekomunikacyjnych (szczególnie międzystrefowych i międzynarodowych oraz z do sieci komórkowych). Tendencja ta silnie wesprze oczekiwany wzrost ruchu telekomunikacyjnego, powodując jednocześnie obniżanie marż uzyskiwanych przez operatorów telekomunikacyjnych. Proces deregulacji krajowego rynku wywoła zatem wzrost rynku usług telekomunikacyjnych (jak to miało miejsce w krajach uprzednio wstępujących do UE) przy jednoczesnym ograniczeniu marż. Oczekiwany wzrost rynku telekomunikacyjnego jest korzystny dla ATM S.A., jako iż podmioty operujące na tym rynku stanowią znaczną grupę odbiorców spółki.

Ważniejsze realizacje ATM S.A.

Do najważniejszych realizacji w obszarze integracji systemów teleinformatycznych należą:

- Przebudowa całej infrastruktury sieciowej i telekomunikacyjnej BRE Banku (sieci lokalnych i sieci rozległej). Ponadto ATM S.A. jest dla BRE Banku dostawcą systemu bankowości internetowej.
- Budowa sieci korporacyjnej dla PTC począwszy od lat 1996/1997. Ponadto dla PTC spółka wykonała wdrożenie systemu Atmosfera, wspomagającego organizację wsparcia dla użytkowników wewnętrznego systemu teleinformatycznego oraz zarządzanie interwencjami i zmianami.
- Wyposażanie krajowych akademickich centrów komputerów dużej mocy w superkomputery.
- Budowa (1997) a następnie rozbudowa sieci korporacyjnej dla Rybnickiej Spółki Węglowej S.A. (RSW). Sieć na obszarze kilkuset kilometrów kwadratowych umożliwia przesył danych i głosu na potrzeby wewnętrzne klienta, a także świadczenie usług telefonii głosowej (RSW posiada uprawnienia operatorskie).

W odróżnieniu od typowych realizacji w obszarze IT, usługi świadczone w obszarze telekomunikacji mają charakter wielookresowy. Ważniejszymi usługami realizowanymi przez ATM S.A. w obszarze telekomunikacji są:

- dostarczanie łączy, usług transmisji danych i dostępu do Internetu dla operatorów telekomunikacyjnych oraz dostawców Internetu. Wśród klientów ATM S.A. znajduje się większość operatorów wiodących sieci krajowych i międzynarodowych, w tym: TeliaSonera, T-Systems, GTS Internet Partners, Crowley, Energis, Tel-Energio, Telbank, Telekomunikacja Kolejowa, PTC, Polkomtel, Centertel, Tele2, Netia, Dialog, Sferia, NASK, tp.internet oraz sieci telewizji kablowej UPC, Aster, Toya, Autocom.
- Udostępnianie szerokopasmowego dostępu do Internetu portalom, serwisom internetowym oraz dostawcom treści. Do sieci spółki przyłączone są cztery z pięciu najpopularniejszych portali i dwa komunikatory internetowe mające największy udział w rynku (Tlen.pl, Gadu-gadu.pl.).
- Outsourcing telekomunikacyjny, oferowany przede wszystkim dla sektora finansowego. Usługi ATM S.A. obejmują budowę, uruchomienie i stałą eksploatację sieci rozległych wymaganych w działalności klienta. Klientami spółki są m.in. Amplico Services, Bank Ochrony Środowiska, Bank BPH, BRE Bank, CDM Pekao SA, Credit Suisse First Boston, Giełda Papierów Wartościowych, Inteligo, Kredyt Bank, PKO BP SA, Spółdzielczy Bank Rzemiosła i Rolnictwa, TUIR Warta.
- Udostępnianie szerokopasmowego dostępu do Internetu mediom. Z oferty spółki korzystają: Telewizja Polska, Polskie Radio, TVN, Canal+, Tele5, Agora, Axel Springer, Gruner+Jahr, IDG, Bellona.

Struktura przychodów

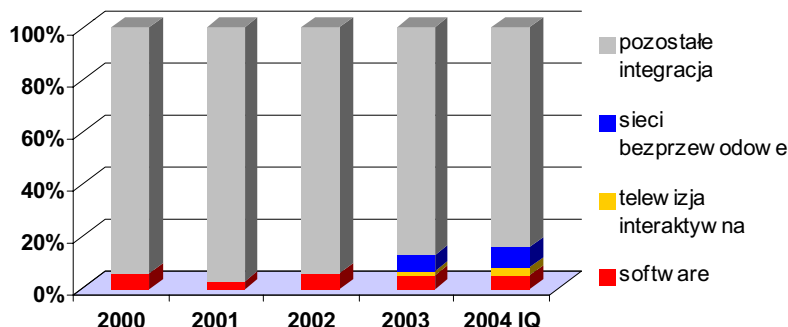
W strukturze przychodów ATM S.A. można wydzielić dwa obszary: tradycyjny (IT), o malejącym udziale w całkowitych przychodach oraz dynamicznie rozwijany obszar usług telekomunikacyjnych. Obszary te nie stanowią odrębnych dziedzin działalności spółki, której oferta łączy zagadnienia z obu tych dziedzin, przez co jest unikalna nie tylko w skali kraju. Mimo to możliwe jest wskazanie grup usług typowych dla poszczególnych obszarów działalności.

- Usługi IT świadczone przez ATM S.A. są usługami niszowymi. Spółka wyspecjalizowała się w rozwiązaniach sieciowych oraz dostawie systemów superkomputerowych, osiągając znaczącą pozycję rynkową w tych dwóch niszach. Przychody w obszarze IT spółka generuje dzięki ofercie obejmującej:
 - projektowanie i budowę sieci teletransmisyjnych (korporacyjnych i operatorskich) wraz z systemami bezpieczeństwa i zarządzania,
 - zaawansowane systemy superkomputerowe oraz specjalistyczne systemy oprogramowania,
 - projektowanie i budowę infrastruktury teleinformatycznej w dowolnej skali,
 - oprogramowanie dla biznesu, w tym:

- wdrożenia własnych rozwiązań dla bankowości internetowej,
- projektowanie i wdrażanie rozwiązań call center,
- systemy CRM i Help Desk,
- systemy sterowania produkcją dla przemysłu farmaceutycznego i spożywczego.

Ogólną strukturę przychodów ATM S.A. z zarysowanymi nowymi obszarami przedstawia wykres:

Historyczna struktura przychodów ATM S.A. w obszarze IT

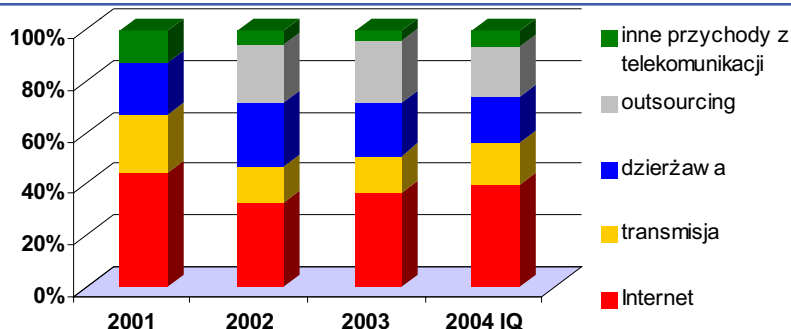


Źródło: ATM S.A.

□ Rosnące znaczenie dla spółki ma działalność telekomunikacyjna, rozwijana od 2001 roku. Spółka zaistniała jako operator telekomunikacyjny świadczący usługi pod marką handlową ATMAN w oparciu o infrastrukturę własną oraz obcą. Kluczowym aktywem spółki jest własna infrastruktura telekomunikacyjna w Warszawie. Należąca do ATM S.A. sieć metropolitalna, oparta na łączach światłowodowych, składa się z około 200 km tras kablowych usytuowanych w biznesowej części stolicy (centrum). Dzięki takiej lokalizacji sieć ATM S.A. łączy około 180 centrów biznesowych oraz budynków biurowych. Ponadto, spółka dysponuje infrastrukturą telekomunikacyjną zlokalizowaną w siedzibie ATM S.A. w Warszawie, obejmującą m.in. centrum operacyjne sieci. W swojej działalności spółka wykorzystuje również infrastrukturę obcą (dzierżawa łącz od innych operatorów). Dzięki stworzeniu własnej infrastruktury oraz specjalizacji w niszach rynkowych spółka poszerzyła pierwotną działalność integratorską o usługi telekomunikacyjne. Ich trzon stanowią:

- szerokopasmowa transmisja danych na terenie całego kraju
- szerokopasmowe połączenia klientów z Internetem (klienci biznesowi oraz dostawcy usług internetowych)
- outsourcing telekomunikacyjny, obejmujący projektowanie i zestawianie sieci telekomunikacyjnych (na bazie łączy ATM S.A. oraz dzierżawionych od innych operatorów), opiekę eksploatacyjną nad infrastrukturą oraz monitoring poprzez centrum zarządzania siecią.
- łączenie podstawowych grup usług z wartością dodaną, taką jak zarządzanie siecią, rozliczanie ruchu, zapewnianie bezpieczeństwa przesyłanych danych, tworzenie aplikacji związanych z infrastrukturą sieciowo-telekomunikacyjną.

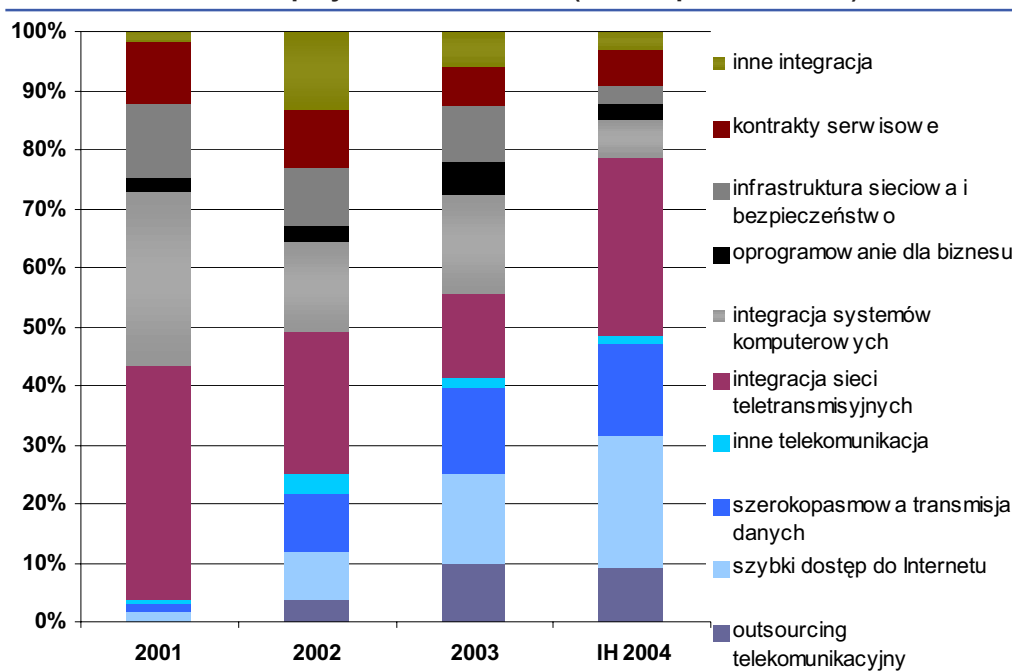
Historyczna struktura przychodów ATM S.A. w obszarze telekomunikacji



Źródło: ATM S.A.

Historyczną strukturę przychodów ATM S.A. w ujęciu wyodrębniającym kluczowe obszary działalności spółki przedstawia wykres:

Struktura przychodów ATM S.A. (2001 - I półrocze 2004)



Źródło: ATM S.A.

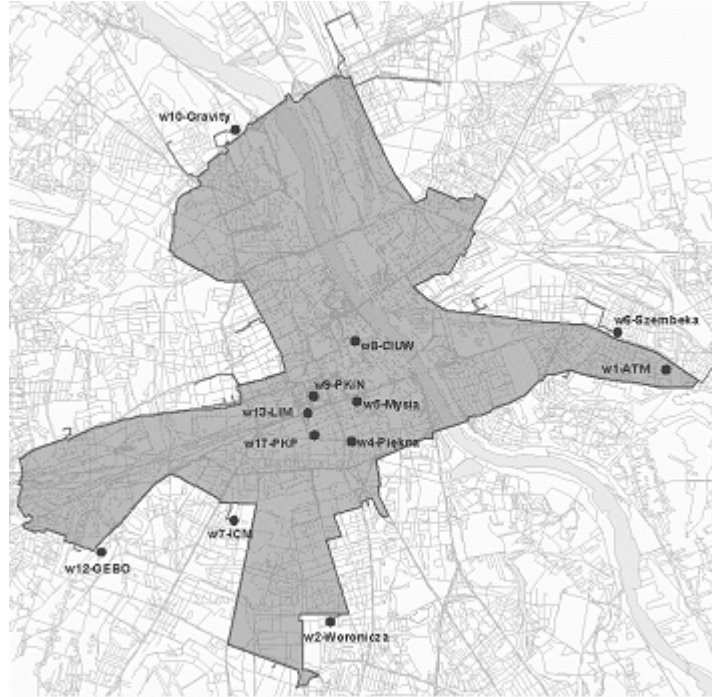
Prognoza wyników spółki

ATM S.A. działa na styku dwóch rynków, które po okresie załamania koniunktury na początku dekady ponownie wkroczyły na drogę wzrostu. Stopień rozwoju polskiego rynku telekomunikacyjnego jest zdecydowanie niższy niż w krajach UE, jednak również w porównaniu z niedawnymi krajami kandydackimi do Unii Europejskiej Polska wypada bardzo słabo. Szczególnie silne różnice widoczne są w stopniu penetracji polskiego Internetu (według danych IBM za 2003 rok stopień penetracji wynosił w Polsce 23%, podczas gdy w Czechach 30% a w Estonii 41%). Dane te są jeszcze mniej korzystne w przypadku szerokopasmowego dostępu do Internetu. Przepaść technologiczna pomiędzy Polską a krajami Unii Europejskiej (we wskazanych przypadkach również z najmłodszymi członkami Wspólnoty) pozwala oczekiwać dynamicznego wzrostu nowoczesnych sektorów polskiego rynku telekomunikacyjnego. Podobnie zresztą, wyraźny (10% rocznie) wzrost oczekiwany jest w przypadku polskiego rynku IT. Oczekuje się ponadto, iż rynek ten będzie szczególnie dynamicznie wzrastał w segmencie urządzeń przenośnych i bezprzewodowych, serwerów oraz sieci WAN. W najbliższych latach, również dzięki akcesji do UE, powinien następować wzrost wartości krajowego rynku IT w stosunku do PKB. Otoczenie rynkowe dla ATM w najbliższych latach powinno być zatem sprzyjające. Oczekiwania wzrostu rynku, a szczególnie jego niektórych segmentów, takich jak np. szerokopasmowy dostęp do Internetu czy rozwój telewizji interaktywnych, pozwalają na zasadne oczekiwanie wzrostu przychodów spółki zajmującej silną pozycję rynkową we wzrostowych niszach. Naszym zdaniem czynnikiem osłabiającym wzrost spółki w rozwijających się segmentach rynkowych (w szczególności w wysokorentownych segmentach rynku IT) będzie szybko wzrastająca konkurencja ze strony największych integratorów, mających zdolność do budowania kompetencji w nowych obszarach.

Strategia spółki zakłada przede wszystkim dynamiczne rozwijanie nowoczesnych usług telekomunikacyjnych z wartością dodaną. Spółka zamierza w tym celu kontynuować ponoszenie nakładów inwestycyjnych na rozbudowę własnej infrastruktury, co umożliwi rozszerzenie zakresu usług dla dotychczasowych klientów oraz uzyskanie dostępu do nowych odbiorców. Do końca 2005 roku ATM S.A. zamierza wydać na ten cel około 20 mln zł, z czego część pochodzić będzie z emisji akcji serii F. Od 2000 roku do końca I półrocza 2004 spółka zainwestowała w infrastrukturę telekomunikacyjną łącznie ponad 50,8 mln zł, w tym 27,5 mln zł na budowę sieci telekomunikacyjnej ATMAN oraz 23,3 mln zł na budowę siedziby, mieszczącej również centrum operacyjne sieci.

Planowane inwestycje mają na celu rozbudowę sieci metropolitalnej w Warszawie (rozbudowa istniejących i budowa nowych węzłów sieci, budowa dostępu radiowego z sieci do klientów) oraz rozbudowę infrastruktury na potrzeby świadczenia usług outsourcingu telekomunikacyjnego. Obecny zasięg sieci spółki w Warszawie przedstawia rysunek:

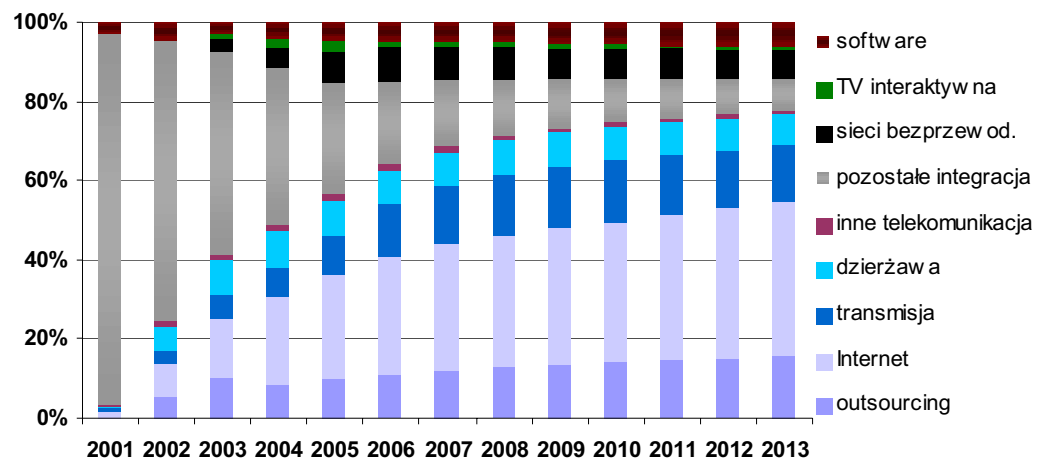
Kluczowe aktywo rzeczowe ATM - sieć światłowodowa w Warszawie



Źródło: ATM S.A.

Szacujemy, iż już w najbliższym czasie w strukturze przychodów ATM S.A. zarysuje się wyraźna przewaga usług telekomunikacyjnych. Szybko rosnący udział tego obszaru działalności spółki w całkowitych przychodach, połączony z oczekiwanym wzrostem wartości świadczonych usług telekomunikacyjnych, w naszej ocenie pozwoli na stabilny wzrost przychodów ATM w przyszłych latach. Konsekwentna realizacja przyjętej przez spółkę strategii oraz dynamiczny rozwój działalności telekomunikacyjnej począwszy od roku 2001 oraz pozytywne zmiany w otoczeniu rynkowym spółki utwierdzają nas w przekonaniu, iż dokonane przez nas szacunki wartości przychodów są niezagrożone. Biorąc pod uwagę założenia strategii spółki, przewidywany wzrost konkurencji, rozwój poszczególnych nisz rynkowych oraz planowaną inwestycję ATM S.A., oszacowaliśmy strukturę przychodów spółki:

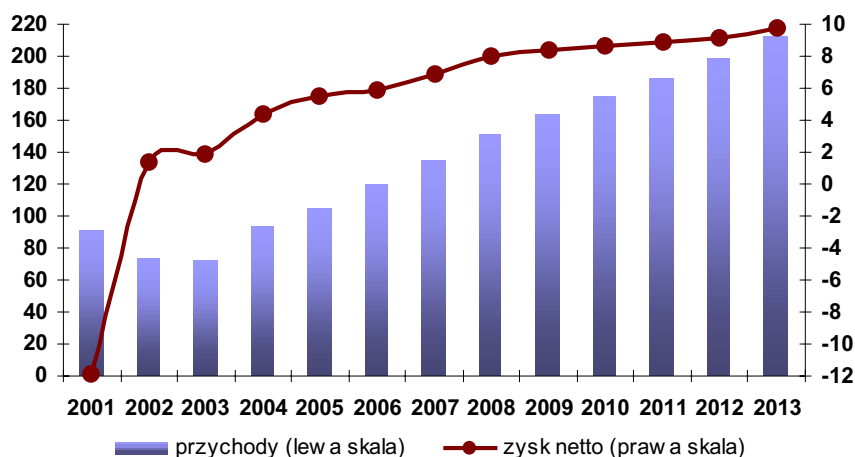
Historyczna i prognozowana struktura przychodów ATM S.A.



Źródło: ATM S.A., prognoza BDM PKO BP S.A.

Konsekwencją przyjętych założeń jest oczekiwana stabilność wzrostu wyników spółki. Stabilność ta wynikać będzie naszym zdaniem z rosnącego udziału w całkowitych przychodach usług telekomunikacyjnych, mających charakter długookresowy i powtarzalny. Uważamy, iż spółka będzie w przyszłości mniej podatna na nieoczekiwane wahania przychodów, charakterystyczne dla spółek z istotnym udziałem dużych kontraktów IT.

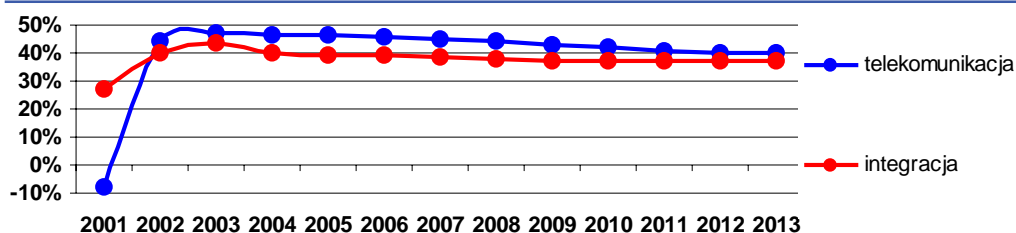
Historyczna oraz prognozowana sprzedaż i zysk netto ATM S.A. (mln zł)



Źródło: ATM S.A., prognoza BDM PKO BP S.A.

Wraz z oczekiwanym wzrostem udziału „przewidywalnych” przychodów z działalności telekomunikacyjnej, spodziewamy się stopniowego obniżania uzyskiwanych marż. Szacujemy, iż spółka będzie w stanie zachować marże na poziomie uzyskiwanym obecnie przez okres trzech lat. Po tym okresie spodziewamy się stopniowego obniżania marż, wywołanego głównie narastającą konkurencją (również ze strony podmiotów zagranicznych) oraz stopniowym nasycaniem się rynku (głównie warszawskiego). Szacowane przez nas poziomy marży brutto na sprzedaży w podziale na dwa kluczowe obszary działalności spółki przedstawia wykres:

Historyczna i prognozowana marża brutto na sprzedaży ATM S.A.



Źródło: ATM S.A., prognoza BDM PKO BP S.A.

Prognoza wyników dokonana przez spółkę

ATM S.A. opublikował oficjalną prognozę wyników, wykazującą istotne odchylenie (dodatnie) wyniku operacyjnego i wyniku netto w roku 2005 w stosunku do szacunków BDM PKO BP S.A. Odchylenie to wynika przede wszystkim z przyjętego przez nas konserwatywnego podejścia do szacowania marż uzyskiwanych w przyszłości. Przyjęte przez nas bardzo ostrożne podejście do dokonywanych szacunków w znaczący sposób zwiększa bezpieczeństwo uzyskanej wyceny.

dane w tys. zł	Prognoza ATM		Prognoza BDM PKO BP	
	2004	2005	2004	2005
Przychody	93 921	108 121	93 559	104 926
Marża brutto na sprzedaży *	39 498	49 376	40 496	45 600
Zysk operacyjny	6 079	10 176	5 491	7 252
Zysk netto	5 065	8 033	4 431	5 534

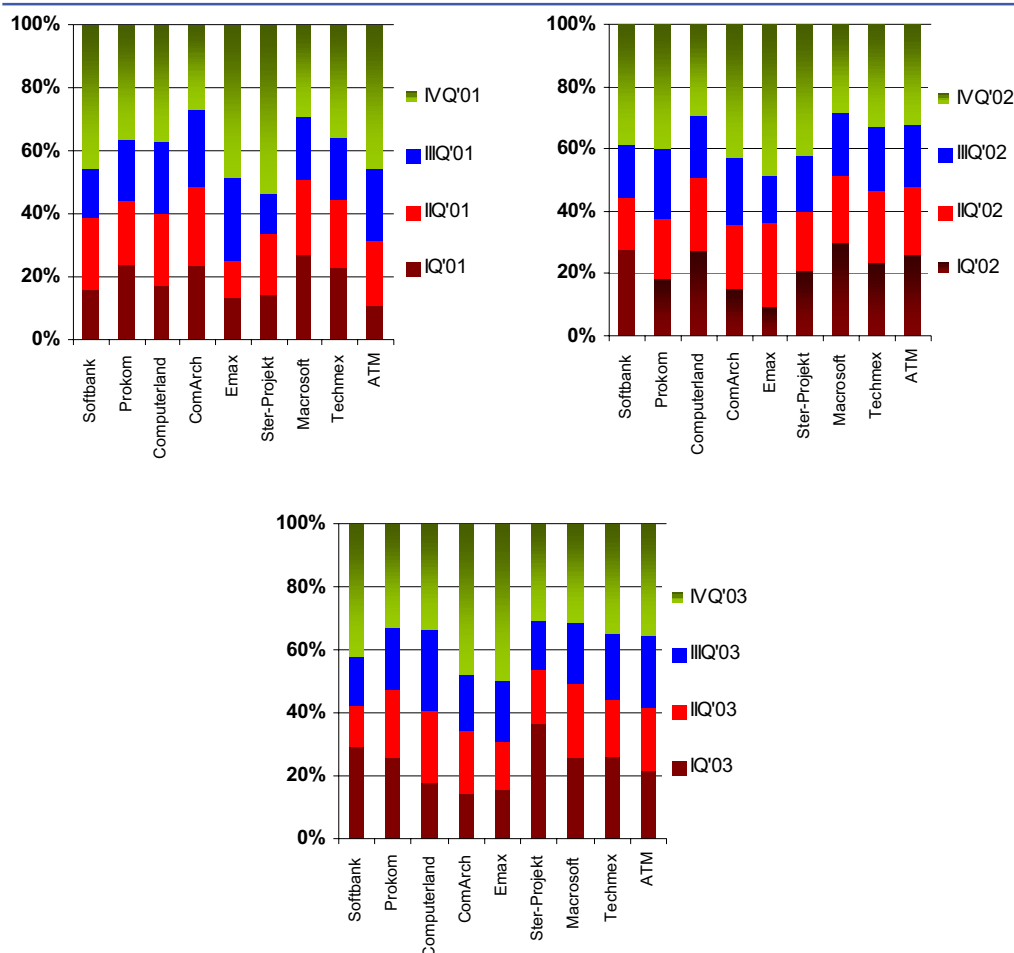
* określona przez ATM jako różnica przychodu ze sprzedaży i kosztów zakupu towarów i usług zewnętrznych

Źródło: ATM S.A., Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A.

Sezonowość

ATM S.A., osiągającą znaczną część całkowitych przychodów z działalności w obszarze IT, jest podatna na zjawisko sezonowości przychodów, charakterystyczne dla całego polskiego sektora IT. Na tle spółek informatycznych notowanych na GPW, zjawisko sezonowości przychodów ATM S.A. nie występuje w skali wyróżniającej spółkę. Widoczna na zestawieniu przychodów za ostatnie dwa lata relatywnie równomierna struktura przychodów ATM S.A. naszym zdaniem przyberze charakter trwały ze względu na oczekiwany spadek udziału w przychodach sprzedaży w obszarze IT i wzrost relatywnie stabilnej działalności telekomunikacyjnej.

Sezonowość sprzedaży ATM S.A. na tle wybranych spółek IT w latach 2001-2003



Źródło: BDM PKO BP S.A.

Struktura kapitału i dywidendy

Spółka finansowana jest z wykorzystaniem długo oprocentowanego, który po drugim kwartale 2004 sięga 16 mln zł. Oczekujemy, iż po zrealizowaniu planowanych zamierzeń inwestycyjnych ATM generować będzie znaczące przepływy gotówkowe. Umożliwią one stopniową redukcję zadłużenia oprocentowanego oraz wypłaty dywidend sięgających 50% wypracowywanych zysków. W prognozie wyników finansowych Comp Rzeszów S.A. przyjęliśmy stopę wypłaty dywidendy w przyszłości na stałym poziomie 50%.



Bankowy Dom Maklerski PKO Bank Polski SA

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

tel. (0-22)521-80-00, fax (0-22)521-79-46

e-mail: infobdm@pkobp.pl

Telefony kontaktowe

Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

Kierownik
makler papierów wartościowych
miedź, przemysł paliwowy, papirniczy, farmaceutyczny
doradca inwestycyjny
telekomunikacja, media, budownictwo i nieruchomości,
turystyka i hotelarstwo
banki i finanse

Sebastian Słomka
(022) 521 79 10
sebastian.slomka@pkobp.pl

Bartłomiej Michalski
(022) 521 79 41
bartlomiej.michalski@pkobp.pl

Robert Sobieraj
(022) 521 79 17
robert.sobieraj@pkobp.pl

doradca inwestycyjny
informatyka

Michał Janik
(022) 521 79 13
michal.janik@pkobp.pl

przemysł spożywczy, przemysł odzieżowy,
energetyka, dystrybucja farmaceutyków

Paweł Małyska
(022) 521 87 23
pawel.malyska@pkobp.pl

Zespół Klientów Instytucjonalnych

Przemysław Nowicki (022) 521 82 13
przemyslaw.nowicki@pkobp.pl

Dariusz Andrzejak (0-22)521 82 12
dariusz.andrzejak@pkobp.pl

Artur Szymecki (0-22)521 82 14
artur.szymecki@pkobp.pl

Krzysztof Kasiński (0-22)521 82 10
krzysztof.kasinski@pkobp.pl

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez BDM

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

BDM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiennej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

BDM jest podmiotem oferującym akcje serii C. BDM pełni funkcję depozytariusza dla obligacji serii A zamiennych na akcje serii B. Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BDM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że BDM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów BDM i podlega utajnieniu w okresie dwóch następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody BDM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BDM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze Spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. BDM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad BDM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.