

ATM

oferta publiczna

Lider outsourcingu telekomunikacyjnego

Wycena 26.3 PLN

ATM jest dostawcą szerokopasmowych usług telekomunikacyjnych oraz integratorem systemów komputerowych. Spółka specjalizuje się w realizacji najbardziej skomplikowanych projektów. Jednym z głównych aktywów spółki jest rozbudowana sieć światłowodowa w Warszawie. Z usług telekomunikacyjnych ATM korzysta 85% największych operatorów transmisji danych i Internetu działających na polskim rynku. Spółka jest liderem w zakresie outsourcingu telekomunikacyjnego.

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2002	73.3	1.3	5.5	1.3	1.4	0.5	2.0	15.6	48.7	1.6	64.0	15.3	3.3
2003	72.8	3.5	8.0	1.9	1.9	0.7	2.3	15.0	37.2	1.7	24.5	10.8	4.5
2004p	91.2	5.8	11.3	5.2	4.2	1.3	3.0	17.0	19.2	1.5	15.6	8.0	7.7
2005p	111.8	8.3	14.8	7.5	6.0	1.9	3.9	18.1	13.3	1.4	11.0	6.2	10.4
2006p	129.8	10.4	17.4	9.5	7.7	2.4	4.5	19.5	10.5	1.3	8.3	5.0	12.2

prognozy Millennium DM, mln PLN

Specjalista od trudnych projektów

ATM prowadzi działalność telekomunikacyjną pod marką ATMAN. Oferuje szybki dostęp do Internetu dla klientów biznesowych i dla dostawców usług internetowych, szerokopasmową transmisję danych w całej Polsce oraz sztanदारową usługę firmy - outsourcing telekomunikacyjny. Do klientów ATMANA należą m.in. UPC, Aster City, Polska Telefonia Cyfrowa, BRE Bank, TVP, Canal+, TVN, Onet, Agora, STOEN. Zaletą spółki ATM jest umiejętne łączenie kompetencji operatora telekomunikacyjnego z doświadczeniem w budowaniu systemów integracyjnych.

Perspektywiczna działalność telekomunikacyjna nowej generacji

Przychody ze sprzedaży z działalności telekomunikacyjnej spółki dynamicznie wzrastają (+65% w 2003 roku). Na koniec 2003 roku stanowiły już 41% sprzedaży. ATM osiąga na usługach telekomunikacyjnych wysoką, bo około 55% marżę brutto. Prognozujemy dalszy wzrost udziału tego segmentu działalności w przychodach spółki, co biorąc pod uwagę potencjał wzrostu polskiego rynku telekomunikacyjnego (szczególnie w zakresie internetu szerokopasmowego) oraz plany inwestycyjne spółki jest założeniem bardzo realnym.

Emisja akcji pozwoli na rozbudowę sieci

Publiczna Oferta ATM obejmuje akcje nowej emisji oraz akcje sprzedawane przez inwestora finansowego - fundusze z grupy Polish Pre-IPO Funds. Jedynym celem inwestycyjnym spółki, finansowanym częściowo ze środków pozyskanych z emisji będzie rozbudowa własnej sieci telekomunikacyjnej, co umożliwi dalszy wzrost przychodów ze sprzedaży usług telekomunikacyjnych.

Według naszej wyceny akcji ATM wartość Publicznej Oferty będzie wynosiła około 25 mln PLN, w tym nowa emisja akcji około 8.5 mln PLN.

Kalendarium publicznej oferty akcji

1 września	Ogłoszenie przedziału cenowego
2 - 3 września	Book building
4 września	Publikacja ceny emisyjnej
6 - 8 września	Zapisy na akcje w TK
6 - 10 września	Zapisy na akcje w TI
15 września	Zakończenie subskrypcji
koniec września	Debiut PDA na giełdzie

Max/min 52 tygodnie (PLN)	-		
Liczba akcji (mln)*	3.2		
Kapitalizacja (mln PLN)*	80.7		
EV (mln PLN)*	70.8		
Free float (mln PLN)*	36.5		
Średni obrót (mln PLN)	-		
Główny akcjonariusz	T.Czichon (po emisji)		
% akcji, % głosów*	18.72 / 18.72		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	-	-	-
Zmiana rel. WIG20 (%)	-	-	-

** po emisji, przy założeniu ceny 25 PLN ma 1 akcję*

Katarzyna Perzak

(022) 598 26 05

katarzyna.perzak@millenniumdm.pl

Michał Hulbój

(022) 598 26 59

michal.hulboj@millenniumdm.pl

Spis treści

PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE.....	3
WYCENA SPÓŁKI.....	4
PODSUMOWANIE WYCENY.....	4
WYCENA METODĄ DCF.....	5
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ - SPÓŁKI POLSKIE.....	6
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ - SPÓŁKI ZAGRANICZNE.....	7
PUBLICZNA OREFTA.....	8
DZIAŁALNOŚĆ SPÓŁKI ATM.....	9
HISTORIA.....	9
USŁUGI INTEGRACJI SYSTEMÓW.....	9
USŁUGI TELEKOMUNIKACYJNE NOWEJ GENERACJI.....	9
STRUKTURA KAPITAŁOWA, ORGANIZACYJNA ORAZ ZATRUDNIENIA.....	10
CELE STRATEGICZNE.....	12
PRZEWAGI KONKURENCYJNE.....	12
DOSTAWCY.....	12
RYNKI ZBYTU.....	13
OTOCZENIE SPÓŁKI.....	14
RYNEK IT W POLSCE.....	14
POLSKI RYNEK TELEKOMUNIKACYJNY.....	16
KONKURENCJA.....	17
POZYCJA SPÓŁKI NA RYNKU.....	17
PERSPEKTYWY ROZWOJU SPÓŁKI.....	18
WYNIKI FINANSOWE I PROGNOZY.....	20
SPRZEDAŻ.....	20
SEZONOWOŚĆ SPRZEDAŻY.....	21
RENTOWNOŚĆ.....	22
ZESTAWIENIE WYNIKÓW FINANSOWYCH.....	24

Podsumowanie inwestycyjne

Zdywersyfikowany portfel odbiorców

Spółce ATM udało się zrównoważyć portfel klientów, przez co nie jest uzależniona od jednego sektora ani też od pojedynczych klientów. Najważniejsi klienci spółki działają w takich sektorach jak telekomunikacja (włącznie z telewizją kablową) - 32% sprzedaży, bankowość i finanse - 27% sprzedaży, przemysł (w tym dystrybucja energii) - 16% sprzedaży, nauka - 11% sprzedaży, media - 4% sprzedaży oraz administracja publiczna - 5% sprzedaży.

Rosnąca rentowność

Rosnący udział w sprzedaży produktów i usług z większą wartością dodaną znalazł odzwierciedlenie w poziomie realizowanych marż, które rosły pomimo spadku wartości sprzedanej ogółem. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 45.2% w 2003 roku (41% w 2002), w tym marża brutto na sprzedaży usług telekomunikacyjnych wyniosła około 54%. Biorąc pod uwagę dalszy wzrost udziału usług telekomunikacyjnych w sprzedaży, prognozujemy wzrost rentowności ATM w następnych latach. Na 2004 szacujemy wzrost marży operacyjnej o 150 p.p do 6.3%.

Przyspiesza rozwój rynku IT w Polsce

Wraz z ożywieniem gospodarczym, jakie miało miejsce w 2003 roku (wzrost PKB o 3.7%), wzrost wartości rynku IT znacznie przyspieszył (wzrost o 11.2%). Również w roku 2004 należy spodziewać się znacznego wzrostu wartości rynku IT - dynamika PKB za I kwartał tego roku wyniosła aż 6.9%. Według firmy analitycznej IDC Poland, wartość rynku IT pod koniec roku zbliżyć się ma do 4 mld USD (wzrost o ponad 15%).

Rozbudowa własnej sieci telekomunikacyjnej

W ocenie zarządu spółki, proces deregulacji rynku telekomunikacyjnego spowoduje wzrost rynku usług telekomunikacyjnych (w szczególności usług szerokopasmowych) świadczonych klientom detalicznym oraz pojawienie się wielu nowych podmiotów oferujących usługi, które to stanowią znaczący segment klientów ATM. W związku z tym spółka postanowiła przeznaczyć aż 20 mln PLN na inwestycje w tym zakresie (rozbudowa własnej sieci telekomunikacyjnej), co pozwoli jej rozszerzyć zakres usług dla aktualnych użytkowników oraz objąć tymi usługami nowych klientów.

Wyceniamy ATM w przedziale 22.2 - 29.7 PLN na akcję

Wycena porównawcza ATM do polskich spółek IT wynosi 27.0 PLN na jedną akcję, natomiast do zagranicznych spółek 22.2 PLN na akcję. Wycena DCF wynosi natomiast 29.7 PLN na akcję. Średnia z wycena spółki ATM wynosi 84.8 mln PLN, co daje 26.3 PLN na akcję.

Wycena spółki

Podsumowanie wyceny

Wyceny ATM dokonaliśmy w oparciu o metodę porównawczą do polskich oraz zagranicznych spółek informatycznych i telekomunikacyjnych notowanych na giełdzie, a także w oparciu o metodę zdyskontowanych strumieni pieniężnych. W wycenie braliśmy pod uwagę planowaną emisję akcji w wielkości 430 tys akcji, cenę emisyjną na poziomie 25 PLN. Wartość emisji wyniosłaby przy tych parametrach 8.5 mln PLN.

Wycena porównawcza ATM do polskich spółek IT wynosi 27.0 PLN na jedną akcję, natomiast do zagranicznych spółek o 18% mniej, 22.2 PLN na akcję. W wycenie DCF przyjęliśmy 3% wzrost wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy, rynkowe wolne stopy od ryzyka oraz Betę na poziomie 1.3. Średni ważony koszt kapitału wyniósł 12.1% - 13.1%. Wycena DCF na podstawie tych założeń wynosi 29.7 PLN na akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena ATM (mln PLN)	Wycena na akcję (PLN)
Wycena porównawcza - spółki polskie	87.2	27.0
Wycena porównawcza - spółki zagraniczne	71.6	22.2
Wycena DCF	95.7	29.7
Średnia z wycen	84.8	26.3

Źródło: Millennium DM

Wycena metodą DCF

Wyceny akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow. Metodą DCF szacujemy wartość ATM na kwotę 96 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to 29.7 PLN.

Założenia do wyceny DCF:

- koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach wolnych od ryzyka,
- przyjęliśmy 5% długoterminową stopę wolną od ryzyka po roku 2013, co jest naszym zdaniem dość konserwatywną prognozą,
- zmianę wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy przyjęliśmy w granicach 3%, czyli na poziomie zbliżonym do prognozowanego długoterminowego wzrostu PKB w Polsce,
- zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1.3, który jest średnią arytmetyczną Beta spółek o podobnym do ATM profilu działalności.

(mln PLN)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	>2013
sprzedaż	91.2	111.8	129.8	146.4	159.7	172.1	185.5	200.0	216.0	233.5	
zmiana sprzedaży	25%	23%	16%	13%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	
marża EBIT	6.3%	7.5%	8.0%	8.6%	9.0%	9.4%	9.8%	10.2%	10.5%	10.8%	
EBIT	5.8	8.3	10.4	12.6	14.3	16.2	18.2	20.4	22.7	25.2	
stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
amortyzacja	5.5	6.5	7.0	7.6	8.3	9.1	8.0	8.5	9.0	9.5	
inwestycje	-10.0	-10.0	-5.0	-6.0	-7.0	-8.0	-9.0	-10.0	-11.0	-12.0	
zmiana kap.obrotowego	-1.9	-1.6	-1.3	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	
FCF	(1.8)	1.6	9.1	10.3	11.4	12.7	12.2	13.5	14.9	16.4	
zmiana FCF			453.3%	13.2%	10.7%	11.7%	-3.8%	10.2%	10.4%	10.5%	3.0%
dtug/kapitał	25%	24%	22%	21%	15%	14%	13%	12%	11%	11%	
stopa wolna od ryzyka	7.2%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.4%	7.4%	7.4%	7.3%	7.1%	5.0%
premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
koszt długu	7.1%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.2%	7.2%	7.2%	7.1%	7.0%	4.9%
koszt kapitału	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	13.9%	13.9%	13.9%	13.8%	13.6%	11.5%
WACC	12.1%	12.4%	12.5%	12.6%	12.9%	13.0%	13.0%	13.1%	13.0%	12.9%	11.5%
PV (FCF)	(1.6)	1.3	6.4	6.4	6.3	6.2	5.3	5.2	5.1	4.9	60.0
wartość DCF (mln PLN)	106										
											w tym wartość rezydualna
Wartość rezydualna	199										60
Zdysk. wart. rezydualna	60										
dtug netto	-10										
wycena DCF (mln PLN)	96										
wycena DCF na 1 akcję (PLN)	29.7										

Źródło: Millennium DM S.A., przy założeniu ceny emisyjnej na poziomie 25 PLN za akcję

Wycena metodą porównawczą - spółki polskie

Wycenę porównawczą przygotowaliśmy bazując na bieżącej wartości rynkowej spółek informatycznych notowanych na warszawskiej giełdzie. Żadna ze spółek nie odpowiada dokładnie profilowi działalności, jaki ma ATM, jednak sądzimy, że średnia wycena 6 spółek z sektora IT oddaje poziom wskaźników charakterystycznych dla całej branży.

Wycenę porównawczą oparliśmy na trzech wskaźnikach rynkowych: P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT, które naszym zdaniem są najczęściej brane pod uwagę przez inwestorów. Wskaźniki obliczyliśmy dla roku 2003 oraz dla prognoz na lata 2004-2006. Sądzimy, że w bieżącej waluacji spółek uwzględnione są zarówno aktualne wyniki finansowe jak i perspektywy rozwoju w kolejnych latach. Porównując wyniki ATM z wskaźnikami wyceny polskich spółek IT otrzymujemy waluację na poziomie 27.0 PLN na jedną akcję.

Wycena porównawcza do polskich spółek z sektora IT

Spółka	Kurs akcji	P/E				EV/EBITDA				EV/EBIT			
		2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
ComArch	68	44.5	34.9	30.5	25.9	17.4	13.6	12.4	11.5	27.9	23.2	20.2	17.9
ComputerLand	114.5	-	38.2	32.9	25.6	14.6	11.7	10.2	9.6	26.7	20.4	17.2	15.5
Emax	105	31.8	23.4	21.4	18.8	10.8	9.6	8.7	8.0	15.6	13.2	11.5	10.3
Prokom	163	22.4	18.1	16.6	14.6	14.3	10.0	8.8	7.9	17.9	11.7	10.2	9.1
Softbank	23.2	-	23.9	14.4	12.1	11.4	7.9	6.4	5.7	28.0	13.4	9.5	8.1
Techmex	27.9	49.3	20.6	14.5	10.0	9.8	7.9	6.4	5.2	14.6	10.5	8.1	6.2
Mediana		38.2	23.6	19.0	16.7	12.9	9.8	8.7	7.9	22.3	13.3	10.9	9.7
ATM		42.9	19.2	13.3	10.5	11.3	8.0	6.1	5.2	25.8	15.6	10.9	8.7
		zysk netto				EBITDA				EBIT			
Wyniki/prognozy ATM (mln PLN)		1.9	4.2	6.0	7.7	8.0	11.3	14.8	17.4	3.5	5.8	8.3	10.4
wycena na podstawie poszczególnych wskaźników													
Wycena ATM (na akcję PLN)		22	31	36	40	29	31	37	40	21	21	25	28
Wycena porównawcza ATM (na akcję PLN)		27.0 PLN											

Źródło: Bloomberg, Millennium DM S.A., przy założeniu ceny emisyjnej na poziomie 25 PLN za akcję

Wycena metodą porównawczą - spółki zagraniczne

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych daje możliwość znalezienia spółek o podobnym do ATM profilu działalności. Ze względu na to, że niemal połowę przychodów ATM stanowią usługi telekomunikacyjne, a kolejne 50% usługi integratorskie zdecydowaliśmy się porównać ATM do dwóch grup spółek. Mimo szerokiego spektrum wyboru trudno jest wybrać spółki o bardzo podobnej strukturze przychodów jak ATM.

Porównanie ATM do obu grup spółek daje wycenę na poziomie 22.2 PLN na akcję. Uważamy jednak, że bardziej adekwatną grupą porównawczą są polskie spółki, ponieważ działają w takich samych warunkach makroekonomicznych jak ATM.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

Spółka	Ticker	Państwo	EV/EBITDA				EV/EBIT				P/E			
			2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Segment telekomunikacyjny														
COMPLETEL NV-POST REORG	CPT	Holandia	14.4	4.0	2.5									
E.BISCOM	EBI	Włochy	34.6	12.2	7.7	5.2		39.9	14.4					18.1
QSC AG	QSC	Niemcy		26.3	15.5	7.8			17.4					18.5
QWEST COMMUNICATIONS INTL	Q	USA	6.2	5.7	5.3	5.6		76.1	28.9	32.2				
TISCALI SPA	TIS	Włochy	19.4	10.6	6.3	4.7		66.7	13.1				68.1	11.4
VERSATEL TELECOM INTL NV	VRSA	Holandia	6.8	4.8	3.9	3.3		94.8	14.6					28.2
SONG NETWORKS HOLDING AB	SONW	Szwecja	17.3	6.0	4.0	3.4		17.4	8.3	6.2	74.6	19.5	9.8	8.0
NEXTGENTEL HOLDING ASA	NEXT	Norwegia	14.2	6.5	4.6	3.7		15.7	8.7				27.5	11.0
Segment integracji systemów														
LOCKHEED MARTIN CORP	LMT	USA	11.2	9.4	8.5		14.7	12.8	11.1	9.4	22.9	20.2	16.4	13.6
AFFILIATED COMPUTER SVCS-A	ACS	USA		8.0	7.0	6.0	12.5	10.6	9.0	7.7	12.7	16.4	14.0	12.0
SUNGARD DATA SYSTEMS	SDS	USA	6.9	6.2	5.7	5.2	10.3	9.0	8.1	7.5	18.1	16.1	14.3	13.0
CGI GROUP INC	GIB/A	Kanada	7.9	7.1	5.7	5.1	11.9	10.3	8.5	7.4	19.0	15.3	12.6	11.1
INDRA SISTEMAS SA	IDR	Hiszpania	10.8	9.7	8.6	7.7	13.1	11.5	10.0	8.9	21.9	18.4	16.3	14.6
PEROT SYSTEMS CORP-CL A	PER	USA	12.1	7.7	6.9		17.6	10.4	9.0	6.9	26.0	17.5	14.9	12.1
CACI INTERNATIONAL INC -CL A	CAI	USA	14.0	10.1	8.8		16.6	15.7	25.8	25.0	21.8	17.9	15.1	17.0
LOGICACMG PLC	LOG	Anglia	10.1	11.3	8.8	7.5	19.6	11.9	8.9	7.8	32.0	24.4	16.4	14.1
UNILOG SA	UNG	Francja	8.3	7.0	6.1	5.5	11.7	9.0	7.7	7.0	26.8	19.3	16.1	14.5
GROUPE STERIA SCA	RIA	Francja	7.2	5.8	4.7	4.0	12.8	9.1	6.8	6.0	20.0	15.9	11.6	10.4
Mediana			11.0	7.4	6.2	5.2	13.0	11.0	9.5	8.2	21.9	17.9	15.1	13.3
ATM			11.3	8.0	6.1	5.2	25.8	15.6	10.9	8.7	42.9	19.2	13.3	10.5

	dług netto	EBITDA				EBIT				Zysk netto			
Wyniki spółki ATM (mln PLN)	9.9	8.0	11.3	14.8	17.4	3.5	5.8	8.3	10.4	1.9	4.2	6.0	7.7

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (PLN)

Wycena ATM (na akcję PLN)	24	23	25	25	11	17	22	24	13	23	28	32
---------------------------	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----

Wycena porównawcza ATM (na akcję PLN)

22.2 PLN

Źródło: Bloomberg, Millennium DM S.A. przy założeniu ceny emisyjnej na poziomie 25 PLN za akcję

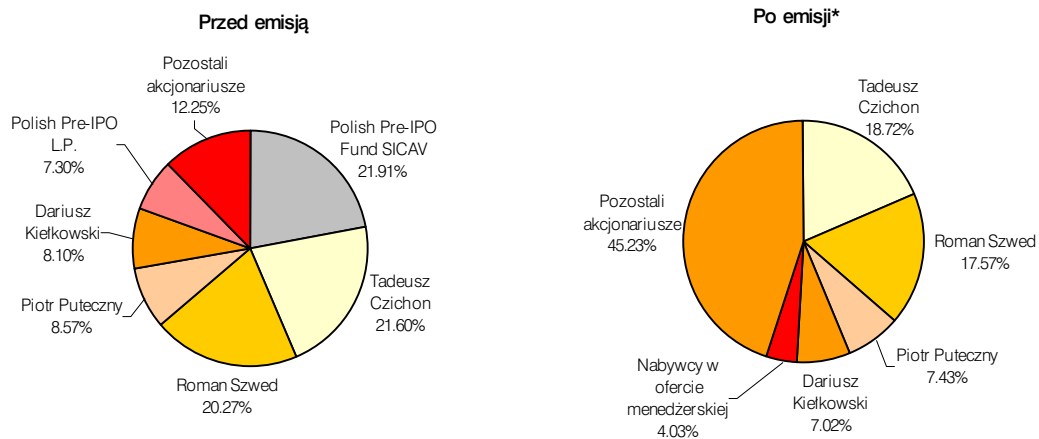
Publiczna oferta

ATM zamierza sprzedać w ramach oferty otwartej łącznie 1,117,040 akcji, w tym: 630,000 akcji serii B i 187,040 akcji serii D (akcje sprzedawane) oraz 300,000 akcji serii F (oferowanych w drodze publicznej subskrypcji). Ponadto spółka zamierza wyemitować 130,000 akcji serii E w ramach programu opcji menedżerskich, które będą zaoferowane do objęcia subemitentowi a następnie zbyte osobom upoważnionym po cenie nominalnej (7.6 PLN).

W ramach oferty, fundusze Polish Pre-IPO Fund SICAV oraz Polish Pre-IPO LP zaoferują do sprzedaży wszystkie posiadane przez siebie akcje - łącznie 817,040, z których 630,000 to akcje serii B nabyte przez fundusze w latach 1997-1999 oraz 187,040 to akcje serii D objęte w 2000 roku. Średnia cena, po jakiej fundusze Polish Pre-IPO nabyły akcje spółki ATM wyniosła 24.07 PLN za 1 akcję. Dodatkowo fundusze te otrzymały dywidendę w wysokości 3.75 PLN na 1 akcję, która została wypłacona z zysku za 2003 rok.

Po emisji akcji inwestorzy giełdowi będą właścicielami ponad 45% akcji stanowiących taki sam udział głosów na WZA.

Struktura akcjonariatu ATM



* - przy założeniu, że zostaną objęte wszystkie oferowane akcje serii F oraz fundusze Pre-IPO sprzedadzą wszystkie swoje udziały w ATM

Źródło: ATM S.A.

Środki pozyskane z emisji nowych akcji spółka zamierza przeznaczyć na jeden cel jakim jest rozbudowa własnej sieci telekomunikacyjnej, dzięki czemu możliwy będzie dalszy wzrost przychodów ze sprzedaży usług telekomunikacyjnych. Rozbudowa sieci telekomunikacyjnej pozwoli rozszerzyć zakres usług dla aktualnych użytkowników oraz objąć tymi usługami nowych klientów. Do końca 2005 roku ATM przewiduje poniesienie nakładów inwestycyjnych na ten cel w wysokości 20 mln PLN, z czego przewidywana przez spółkę wartość środków uzyskanych z emisji akcji serii F wynosi 5.4 - 9 mln PLN. Reszta inwestycji w wysokości do 14.6 mln PLN zostanie sfinansowana za pomocą kredytu inwestycyjnego, obrotowego lub poprzez zakupy inwestycyjne w drodze leasingu.

Działalność spółki ATM

Historia

ATM Sp. z o.o. rozpoczęła swoją działalność pod koniec 1993 roku jako dystrybutor zaawansowanych rozwiązań w zakresie techniki komputerowej. Prawie od samego początku jej istnienia funkcję prezesa pełnił Pan Roman Szwed. W 1997 roku spółka została przekształcona w spółkę akcyjną a jej głównym nurtem działalności stała się integracja złożonych rozwiązań teleinformatycznych dla bardzo wymagających klientów, jakimi są banki, operatorzy telekomunikacyjni, instytucje administracji publicznej oraz duże korporacje. Od początku swojej działalności spółka ATM związana była również z internetem - była pierwszą polską firmą komercyjną podłączoną do internetu oraz stworzyła pierwszego w Polsce prywatnego operatora usług internetowych, działającego pod nazwą Internet Komercyjny w Polsce (IKP). W 2000 roku ATM rozpoczęła świadczenie usług telekomunikacyjnych pod nazwą handlową ATMAN. Obecnie działalność ATM skupia się na wyżej wymienionych działalnościach (usługi integracji systemów oraz usługi telekomunikacyjne nowej generacji), przy czym udział przychodów z działalności telekomunikacyjnych stale wzrasta (41% na koniec 2003 roku).

Usługi integracji systemów

ATM świadczy następujące usługi w zakresie integracji systemów:

- integracja (projektowanie, budowa oraz wdrożenie) sieci teletransmisyjnych - zarówno korporacyjnych jak i operatorskich w dowolnej skali i każdej technologii, połączonych z systemami bezpieczeństwa i zarządzania,
- integracja zaawansowanych systemów komputerowych, superkomputerów i superserwerów wizualizacyjnych - w ich skład wchodzi profesjonalne systemy obliczeniowe i baz danych o dowolnej skali i konfiguracji oraz stacje robocze, serwery, superkomputery graficzne i wizualizacyjne jak i specjalistyczne systemy oprogramowania,
- projektowanie i dostawa oprogramowania dla biznesu - w szczególności chodzi tutaj o wdrożenie własnego oprogramowania dla bankowości internetowej, projektowanie, dostawę, wdrożenie i integrację kompleksowych rozwiązań telefonicznej obsługi klienta (call centers), systemy zarządzania kontaktami z klientami zewnętrznymi (CRM - Consumer Relationship Management) i wewnętrznymi (Help Desk) oraz systemy realizacji procesów wytwórczych (MES - Manufacturing Execution Systems) dla przemysłu farmaceutycznego i spożywczego,
- integracja infrastruktury sieciowej wraz z systemami bezpieczeństwa.

Należy dodać, że oferta ATM w zakresie integracji systemów IT jest typową ofertą niszową. Spółka jest wiodącym w Polsce dostawcą systemów superkomputerowych wraz z niezbędną infrastrukturą. Zajmuje ona również czołową pozycję na rynku budowy szerokopasmowych sieci korporacyjnych w technologii ATM (Asynchronous Transfer Mode).

Usługi telekomunikacyjne nowej generacji

Do podstawowych usług świadczonych przez ATM w ramach działalności telekomunikacyjnej należą:

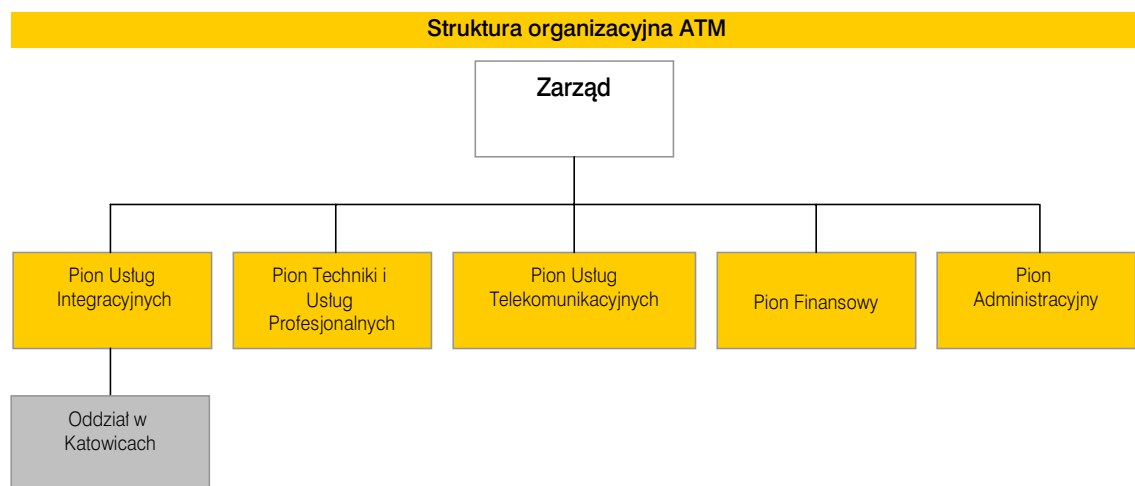
- outsourcing telekomunikacyjny - głównie w zakresie projektowania i zestawiania kompletnych sieci telekomunikacyjnych i informatycznych, opieki eksploatacyjnej nad infrastrukturą i sprzętem oraz całodobowy monitoring poprzez Centrum Zarządzania Siecią,

- szybki dostęp do Internetu - pod pojęciem tym kryją się szerokopasmowe połączenia dla klientów biznesowych i dostawców usług internetowych, redundantne połączenia z operatorami krajowymi i zagranicznymi oraz wymiana ruchu pomiędzy dostawcami i odbiorcami informacji w sieci ATMAN-CDN (Content Delivery Network) - spółka jest uczestnikiem węzłów międzyoperatorskich w Warszawie,
- szerokopasmowa transmisja danych - w ramach tej usługi ATM świadczy: usługi teletransmisyjne na terenie całego kraju z dowolnymi parametrami jakości, szerokopasmowa transmisja danych bez ograniczeń przepustowych we własnej sieci w Warszawie oraz punkty styku z głównymi operatorami teletransmisji międzymiastowej i międzynarodowej,
- kolokacja, centrum danych - wynajem miejsca w standardowych szafach lub powierzchni na instalację własnych szaf z gwarancją zasilania, klimatyzacji oraz zabezpieczenia fizycznego.

Dodatkowo ATM świadczy usługi polegające na zestawieniu dowolnej z powyższych usług z wartością dodaną w postaci usług integratorskich takich jak: zarządzanie siecią, rozliczanie ruchu, bezpieczeństwo, budowanie aplikacji wspomagających działalność biznesową w oparciu o infrastrukturę sieciowo-telekomunikacyjną.

Struktura kapitałowa, organizacyjna oraz zatrudnienia

ATM nie posiada żadnej spółki zależnej, która miałaby istotny wpływ na jego działalność. Jediną spółką zależną



Źródło: ATM S.A.

jest ATM Elektronika Sp. z o.o., która w połowie 2002 roku zawiesiła swoją działalność i nie przewiduje jej wznowienia.

Spółka zorganizowana jest wewnętrznie w pięć pionów, w ramach, których funkcjonują działy i zespoły zarządzane odpowiednio przez dyrektorów i kierowników.

Ze względu na źródła powstawania przychodów, w spółce wydzielono dodatkowo siedem działów w ramach Pionu Usług Integracyjnych:

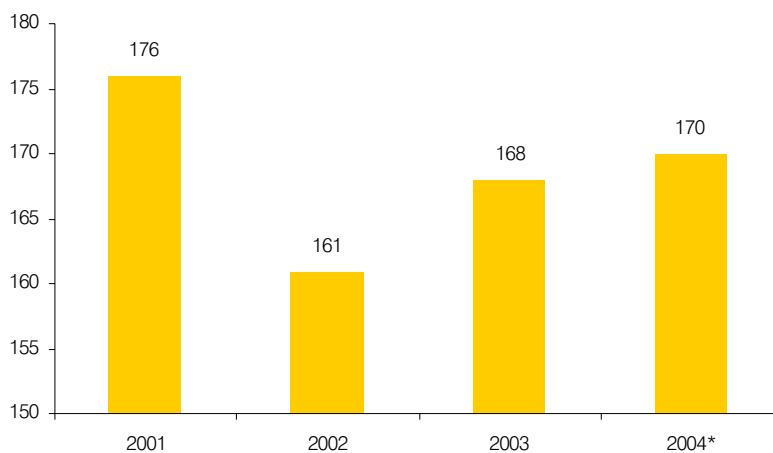
- Dział Sieci i Telekomunikacji,
- Dział Systemów i Aplikacji,
- Dział Aplikacji Biznesowych,

- Dział Usług Konsultacyjnych,
- Dział Serwerów i Stacji Roboczych,
- Dział Infrastruktury Teleinformatycznej i Bezpieczeństwa

Ponadto, w ramach Pionu Usług Integracyjnych działa oddział w Katowicach, który nie prowadzi samodzielnej sprzedaży - stanowi jeden z działów handlowych ATM.

Zatrudnienie w spółce utrzymuje się na stałym poziomie (170 osób na koniec 2003 roku) i w przyszłości zależeć będzie od ilości zleceń realizowanych przez spółkę.

Liczba zatrudnionych pracowników (stan na koniec roku)

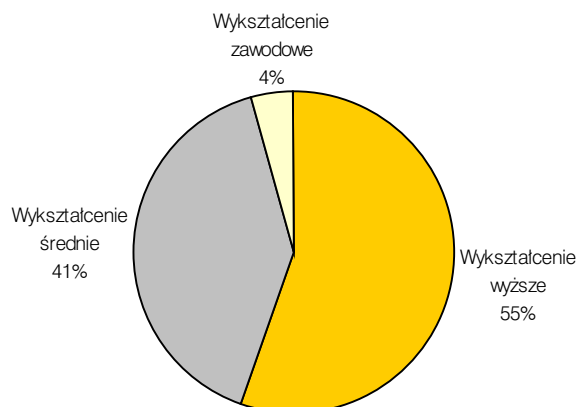


* Stan na 31.03.2004

Źródło: ATM S.A.

W strukturze zatrudnienia przeważają osoby z wykształceniem średnim i wyższym, co wynika z charakteru działalności spółki.

Obecna struktura zatrudnienia



Źródło: ATM S.A.

Cele strategiczne

Zaletą spółki ATM jest profil jej działalności oraz umiejętne łączenie kompetencji operatora telekomunikacyjnego z doświadczeniem w budowaniu systemów integracyjnych. Wykorzystanie jej pozycji na rynku ze względu na swoją działalność należy zarazem do głównych punktów strategicznych ATM. Spółka w przyszłości chce skoncentrować się na budowaniu wiodącej pozycji w sektorze TMT (Technology, Media & Telecommunications). Warto jednak podkreślić, że ATM nie zakłada konieczności rozwoju poprzez odbieranie rynku innym graczom, lecz poprzez zdobycie znaczącego udziału w nowo kreowanym rynku usług telekomunikacyjnych z dużą wartością dodaną na potrzeby sektora TMT. Spółka ustawia się w pozycji partnerskiej w stosunku do innych operatorów telekomunikacyjnych, którzy posiadają infrastrukturę telekomunikacyjną, jednak ze względu na profil działalności nie posiadają wystarczającej wiedzy do wykreowania zaawansowanych i wyspecjalizowanych usług, których coraz częściej domagają się klienci.

W zakresie integracji systemowej ATM zamierza kontynuować rozwijanie swoich kompetencji w wysoko marżowych usługach integracyjnych o najwyższym stopniu komplikacji technicznych.

Specjalną pozycję w strategii spółki zajmuje outsourcing telekomunikacyjny. Duży potencjał wzrostu rynku outsourcingowego, w szczególności wysoko wyspecjalizowanego rynku outsourcingu telekomunikacyjnego stwarza dla firm będących pionierami na tym rynku bardzo dobre perspektywy rozwoju.

Przewagi konkurencyjne

Naszym zdaniem do najważniejszych przewag konkurencyjnych spółki można zaliczyć:

- nietypowy profil działalności pozwalający spółce działać na niszowym rynku łączenia usług telekomunikacyjnych z doświadczeniem z zakresu usług integracyjnych,
- umiejętność tworzenia nowych, zindywidualizowanych rozwiązań,
- specjalizacja w trudnych zadaniach wymagających niestandardowego podejścia,
- szybka i pełna opieka serwisowa dotycząca wykonanych instalacji w ramach kontraktów SLA (Service Level Agreements).

Dostawcy

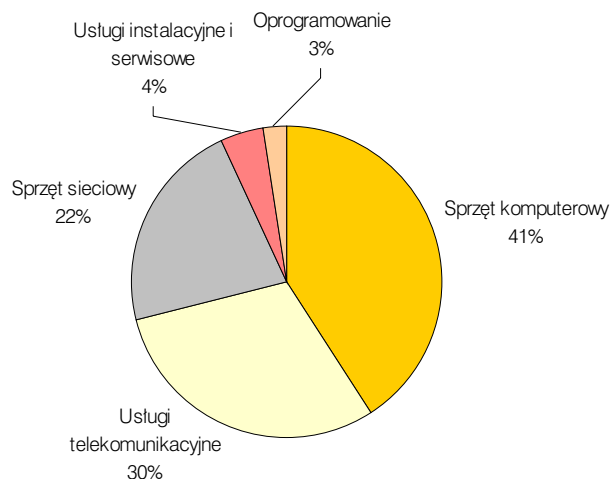
Działalność ATM nie jest uzależniona od jednego dostawcy. Spółka współpracuje z kilkoma głównymi dostawcami w zakresie usług telekomunikacyjnych oraz integracji systemów. W przypadku pierwszych z nich, po stronie zakupów występują usługi telekomunikacyjne kupowane od krajowych operatorów telekomunikacyjnych. Jeśli chodzi o dostawy związane z integracją systemów, istnieje bardzo długa lista towarów i usług nabywanych przez ATM od swoich dostawców. Dodatkowo, istotne są tutaj stabilne relacje z producentami i dostawcami, opierające się na dobrej znajomości technologii wielu producentów. Przez lata ATM zbudował silne powiązania z potentatami technologicznymi takimi jak Cisco Systems, Marconi, Sun Microsystems czy Hewlett-Packard.

Najwięksi dostawcy towarów i usług w 2003 roku

Nazwa	Udział w wartości dostaw
CISCO Systems International BV	11.4%
Hitachi Data Systems Ltd	11.1%
Silicon Graphics Inc	11.0%
Telekomunikacja Polska S.A.	7.8%
Telekomunikacja Energetyczna TEL-ENERGO S.A.	6.9%
Bankowe Przedsiębiorstwo Telekomunikacyjne TELBANK S.A.	5.4%
Marconi Communications	4.5%
Veracomp S.A.	4.3%
DNS Polska	3.2%
Crowley Data Poland Sp. z o.o.	2.0%
CLICO Sp. z o.o.	1.9%
Warszawskie Przedsiębiorstwo Robót Telekomunikacyjnych S.A.	1.3%
Razem	70.8%

Źródło: ATM S.A.

Udział poszczególnych towarów i usług w wartości dostaw ogółem

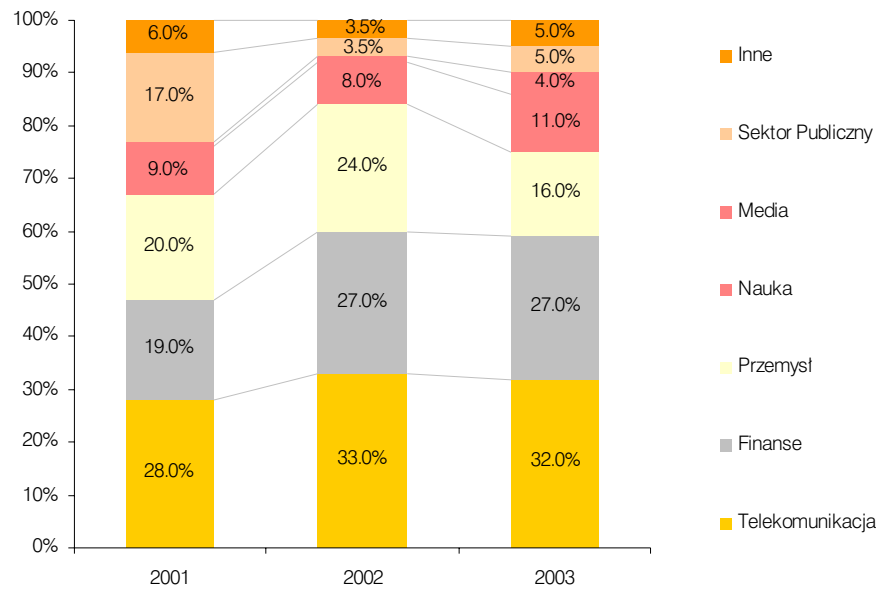


Źródło: ATM S.A.

Rynki zbytu

Spółka sprzedaje swoje usługi bez pośredników wyłącznie na rynku krajowym. Jej sprzedaż jest skierowana wyłącznie na rynek korporacyjny. Najważniejsi klienci ATM działają w takich sektorach jak telekomunikacja (włącznie z telewizją kablową), bankowość i finanse, przemysł (w tym dystrybucja energii), nauka, media oraz administracja publiczna.

Struktura sprzedaży według sektorów w latach 2001-2003



Źródło: ATM S.A.

Spółce udało się zdywersyfikować portfel klientów, przez co nie jest uzależniona od jednego sektora ani też od pojedynczych klientów.

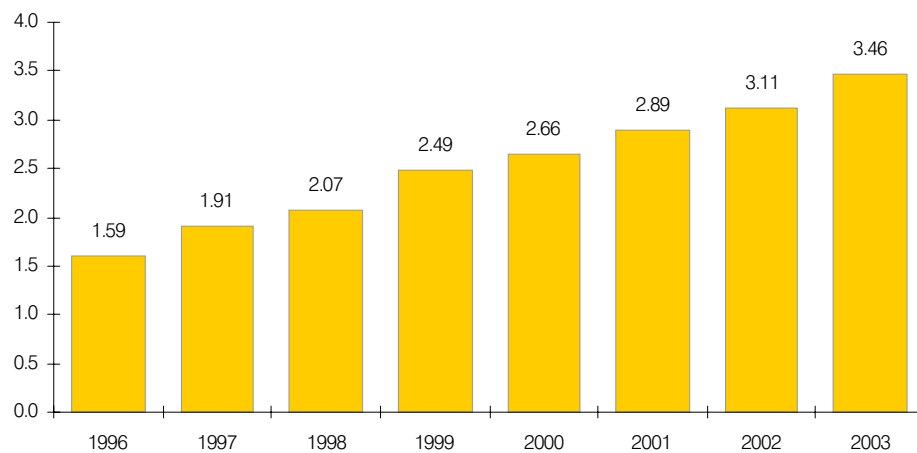
Otoczenie spółki

Po wejściu Polski do Unii Europejskiej ogólnie rozumiane otoczenie spółki uległo znacznemu poszerzeniu. Wydarzenie to jest silnym a zarazem długotrwałym bodźcem rozwoju rynku IT oraz telekomunikacyjnego, w przypadku których polskie firmy mają największy dystans do nadrobienia.

Rynek IT w Polsce

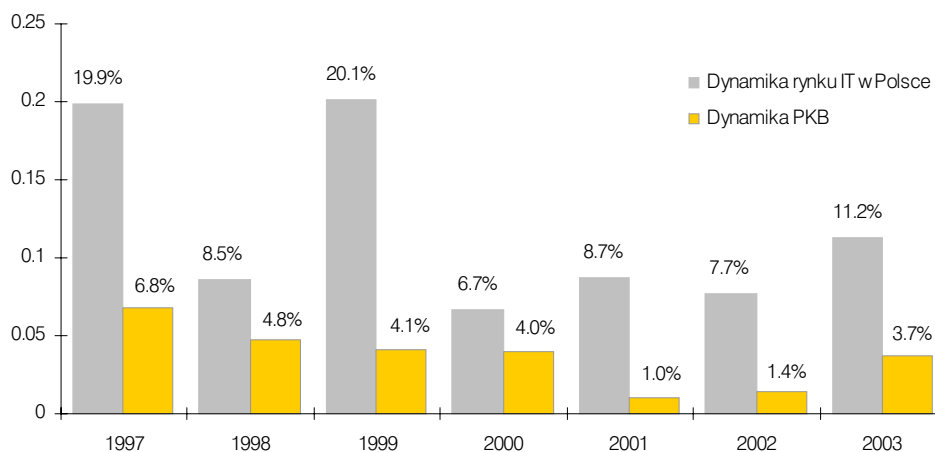
W latach 1996-2003 Polski rynek IT corocznie odnotowywał wzrost wartości. Jego dynamika kształtowała się jednak różnie w zależności od roku, odnotowując jedne z najniższych wartości w okresie 2000-2002. Główną przyczyną jej spadku w tych latach był znaczny spadek tempa wzrostu PKB i związane z tym zmniejszenie budżetów na informatyzację przedsiębiorstw. Wraz z ożywieniem gospodarczym jakie miało miejsce w 2003 roku (wzrost PKB o 3.7%), wzrost wartości rynku IT znacznie przyspieszył (11.2%). Również w roku 2004 należy spodziewać się wzrostu wartości rynku IT - dynamika PKB za 1 kw tego roku wyniosła aż 6.9%. Patrząc na ostatnie 4 lata, zdają się one potwierdzać zależność, że dynamika wzrostu rynku IT w Polsce jest 2-4 krotnie wyższa niż wzrost PKB. Według firmy analitycznej IDC Poland, wartość rynku IT pod koniec tego roku zbliżyć się ma do 4 mld USD (wzrost o ponad 15%).

Wartość polskiego rynku IT w latach 1996-2003 (w mld USD)



Źródło: Teleinfo 500, Computerworld - TOP 200

Dynamika PKB i rynku IT w Polsce w latach 1997-2003



Źródło: Teleinfo 500, GUS

Struktura rynku informatycznego w roku 2003 w porównaniu z wcześniejszym okresem była bardzo podobna. Największy wzrost w udziale tego rynku zanotował sektor oprogramowania (0,8 pp) kosztem malejącego udziału sprzedawców sprzętu komputerowego. Udział usług pozostał na prawie niezmiennym poziomie.

Struktura rynku IT w Polsce w latach 2002-2003 (mld USD)

	2002	udział (%)	2003	udział (%)
Usługi	819	26.4%	918	26.5%
Oprogramowanie	587	18.9%	680	19.7%
Sprzęt	1 700	54.7%	1 860	53.8%
Razem	3 106	100.0%	3 458	100.0%

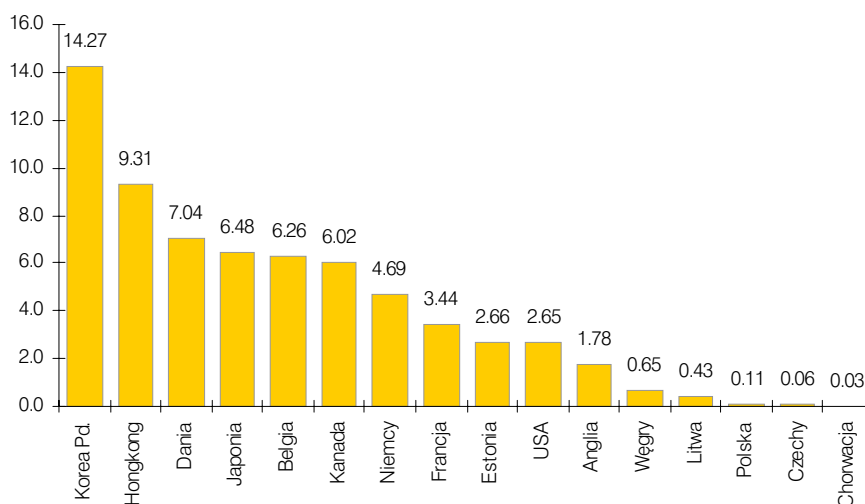
Źródło: IDC

Z danych EITO (European Information Technology Observatory) rynek informatyczny w Polsce będzie wzrastał w przyszłości o 7.7% rocznie. Jeszcze bardziej optymistyczne są prognozy przygotowane przez IBM, który dynamikę wzrostu polskiego rynku prognozuje na 10%, a za najbardziej atrakcyjne segmenty uważa: serwery, sieci WAN oraz systemy zarządzania obiegiem informacji.

Polski rynek telekomunikacyjny

Postępująca deregulacja rynku usług telekomunikacyjnych, związana szczególnie z przyjęciem ustawodawstwa Unii Europejskiej powinna pozytywnie wpłynąć na dalszy, dynamiczny rozwój tego sektora usług. W ocenie zarządu spółki, proces ten spowoduje wzrost rynku usług telekomunikacyjnych (w szczególności usług szerokopasmowych) świadczonych klientom detalicznym oraz pojawienie się wielu nowych podmiotów oferujących usługi, które to stanowią znaczący segment klientów ATM. O możliwości wzrostu tego sektora świadczą również takie dane jak dostęp do szerokopasmowego internetu na stu mieszkańców, które wskazują na bardzo niski rozwój Polski w tym zakresie w porównaniu z krajami bardziej rozwiniętymi.

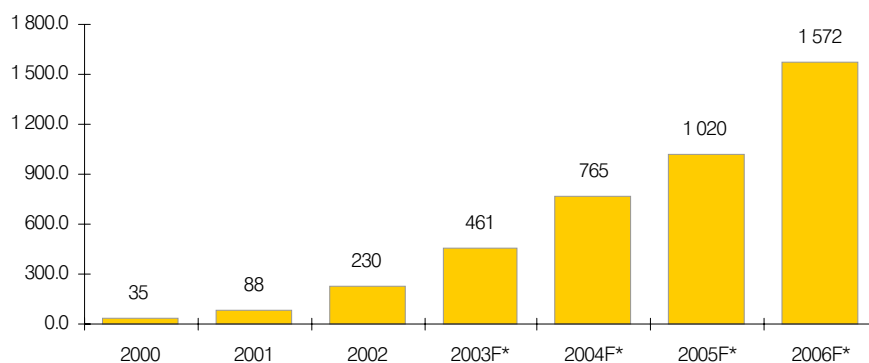
Dostęp do Internetu szerokopasmowego - liczba linii DSL na 100 mieszkańców w 2003 r.



Źródło: World DSL Statistics

O bardzo dobrych perspektywach rozwoju tego sektora świadczą także prognozy programu rządowego dotyczącego rozwoju Internetu w Polsce, które zakładają wzrost liczby użytkowników Internetu szerokopasmowego w latach 2004, 2005 oraz 2006 odpowiednio o 66%, 33% oraz 54%.

Liczba osób posiadających dostęp do Internetu szerokopasmowego (w tys.)



* - prognozy programu rządowego

Źródło: Rzeczpospolita (19 grudzień 2003)

W Polsce stopień penetracji Internetu w czerwcu 2003 wynosił tylko 23% i zwiększył się w stosunku do analogicznego okresu roku 2002 jedynie o 1%. Dla porównania, w Czechach w 2003 wyniósł on 30% a w Estonii 41%. Ponadto z danych ITU (International Telecommunication Union) wynika, że w Polsce na 100 mieszkańców przypada łącznie (telefony stacjonarne i komórkowe) 55 abonentów podczas gdy średnia europejska wynosi 90 linii.

Konkurencja

Rynek dzierżawy łączy telekomunikacyjnych jest zdominowany przez trzech operatorów (Telekomunikacja Polska S.A., Tel-Energo oraz Telekomunikacja Kolejowa) posiadających łącznie około 95 % udziału zaś pozostałe 5 % jest podzielone pomiędzy wiele firm w tym m.in. niezależnych operatorów telekomunikacyjnych (m.in. Netia, Dialog), operatorów międzynarodowych (m.in. Energis, TeliaSonera) oraz dostawców Internetu ISP, rozwijających własne sieci dostępowe.

Rynek transmisji danych jest znacznie bardziej podzielony. Na rynku tym działa co najmniej kilkuset operatorów, z których dominującą pozycję posiada Telekomunikacja Polska S.A. (54 %) oraz Tel-Energo (17 %).

Na rynku transmisji szerokopasmowej w Warszawie - poza TP S.A., która ma najbardziej rozwiniętą infrastrukturę - działa wiele podmiotów, takich jak pozostali operatorzy telefonii głosowej czy operatorzy sieci telewizji kablowych, a także inne firmy posiadające fragmenty infrastruktury. Jednak ze względu na cele biznesowe tych podmiotów - np. świadczenie usług głosowych lub obsługę klientów indywidualnych - ich infrastruktura znajduje się głównie w silnie zaludnionych rejonach mieszkaniowych miasta i de facto nie stanowi konkurencji dla sieci zbudowanej przez spółkę ATM, która obsługuje połączenia między głównymi węzłami telekomunikacyjnymi oraz centrami biznesowymi.

Rynek integracji systemowej jest bardzo konkurencyjny. Działa na nim wiele podmiotów krajowych, wśród których największe to Grupy Prokom i ComputerLand oraz producenci jak Hewlett-Packard czy IBM. ATM utrwalił swoją pozycję w segmencie wysoko wyspecjalizowanych instalacji sieciowych i obliczeniowych (technologia ATM, superkomputery, specjalistyczne systemy oprogramowania), co umożliwia mu skuteczne konkurowanie w tych dziedzinach. Dzięki specjalizacji spółka jest często postrzegana bardziej jako pożądany partner do realizacji złożonych i wymagających zamówień, niż jako konkurent.

Pozycja spółki na rynku

ATM zajęł wysokie, 12 oraz 14 miejsce w 2003 roku odpowiednio pod względem przychodów z projektowania i budowy sieci oraz przychodów z transmisji danych i udostępniania internetu wśród spółek działających na rynku polskim.

Ponadto spółka ATM została wymieniona w rankingu przeprowadzonym przez TOP 200 wśród czołowych firm informatycznych w następujących kategoriach:

- firmy o największych przychodach ze świadczenia usług serwisowych - 19 miejsce,
- firmy o największych przychodach z obsługi sektora telekomunikacyjnego - 25 miejsce,
- firmy o największych przychodach ze świadczenia usług doradczych - 28 miejsce,

- firmy informatyczne o największym zatrudnieniu - 35 miejsce,
- firmy o największych przychodach ze świadczenia usług telekomunikacyjnych - 40 miejsce,
- firmy o największych przychodach z obsługi sektora bankowo-finansowego - 40 miejsce,
- firmy o największych przychodach z integracji - 55 miejsce.

Firmy o największych przychodach ze świadczenia usług projektowania i budowy sieci w 2003 (tys. PLN)

1	Prokom Software
2	IBM Polska
3	Sprint
4	Alma
5	INVAR Integracje
6	Nowoczesne Technologie Informatyczne
7	Qumak-Sekom
8	Invar&Biuro System (Grupa Kapitałowa)
9	NCR Polska
10	Siemens (SBS)
11	ComputerLand Serwis
12	ATM
13	Betacom
14	Computer Service Support
15	Winuel
16	Ster-Projekt
17	KLK Technologie Informatyczne
18	Energetyka Poznańska Biuro Usł. Tech.
19	Wasko
20	Talex

Źródło: TOP 200

Firmy o największych przychodach ze świadczenia usług dostępu do internetu i transmisji danych w 2003 (tys. PLN)

1	Telekomunikacja Polska	1 102 709
2	Tel-Energo	130 821
3	Telbank	120 024
4	Telekomunikacja Kolejowa	114 955
5	Energis Polska	103 275
6	TeliaSonera International Carrier	95 040
7	Netia	69 300
8	GTS Polska Holding	65 104
9	Telefonia Dialog	47 846
10	Aster City Cable	44 979
11	Pro-Futuro	39 310
12	NASK	35 129
13	Crowley Data Poland	32 471
14	ATM (ATMAN)	15 655
15	TTcomm	15 610
16	Super Media	4 523
17	Internet Group	4 522
18	SM-Media	3 350
19	TeleNet Zachód	2 448
20	Telenet Mielec	1 759

Źródło: TOP 200

Perspektywy rozwoju spółki

Rynki, na których działa ATM dotknięte zostały kryzysem gospodarczym w szczególności sposób. Spadającym nakładom inwestycyjnym towarzyszyła zmiana strategii zakupów - dominującym kryterium wyboru dostawcy stała się cena. Stąd produkty i usługi o niskiej wartości dodanej (np. sprzęt komputerowy) przestały przynosić zyski. W działalności integratorskiej spadający popyt wpłynął negatywnie na poziom marż i skokowo obniżył średnią rentowność sprzedaży tych usług. Naszym zdaniem do najważniejszych czynników zewnętrznych, które będą miały wpływ na rozwój spółki w przyszłości należą:

- tempo zmian na rynku telekomunikacyjnym, szczególnie w sferze rozwoju nowych produktów i usług,
- wejście na rynek krajowy dużych operatorów zagranicznych oraz konsolidacja rynku,
- tempo rozwoju popytu na usługi świadczone w formule outsourcingu.

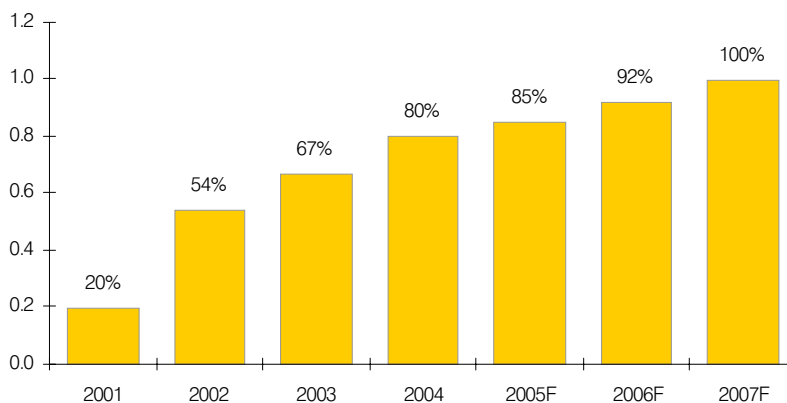
Ponadto, z czynników o charakterze makroekonomicznym, które wpłyną na działalność zarówno ATM jak i każdą inną spółkę prowadząca działalność w dużej skali należy wymienić następujące:

- stan finansów państwa oraz wiarygodność Polski na rynkach finansowych,
- poziom rentowności w kluczowych dla ATM branżach,
- tempo wzrostu PKB oraz poziom inflacji,
- sytuacja polityczna.

Spośród czynników wewnętrznych, które mają wpływ na rozwój działalności ATM najistotniejsze są te, które budują unikalny potencjał spółki, jak na przykład:

- posiadana infrastruktura telekomunikacyjna (m.in. własne Centrum Telekomunikacyjne, warszawska sieć szkieletowa) oraz uzyskane kompetencje w zakresie integracji systemów,
- wysoki poziom systemu zarządzania w połączeniu z procesami ciągłego doskonalenia,
- pełna kontrola nad kosztami oraz jakością produktów i usług,
- stabilna, silnie zmotywowana i wysoko wykwalifikowana kadra inżynierska, posiadająca unikalną wiedzę i umiejętności
- realne szanse na osiągnięcie już w 2004 roku bardzo wysokiej stabilizacji finansów, dzięki pokryciu w 80% kosztów funkcjonowania spółki (kosztów stałych) wpływami z umów stałych lub odnawialnych.

Udział umów stałych i odnawialnych w kosztach stałych ATM



Źródło: ATM S.A.

Na lata 2004 i 2005 spółka prognozuje wzrost sprzedaży na poziomie odpowiednio 30% i 15%. Ponadto spółka prognozuje, iż nie należy spodziewać się poprawy średniej rentowności w tradycyjnym segmencie integratorskim. Dodatkowo spółka zakłada, że uzyskanie znaczących wpływów z działalności telekomunikacyjnej, zapewniających rentowność na jej poziomie, pozwoli na prowadzenie takiej polityki pozyskiwania zleceń na rynku integratorskim, która zapewni rentowność także w tym segmencie. Również w tradycyjnych dla ATM segmentach działalności (m.in. sprzedaż superkomputerów), spółka skupi się na kontraktach dających dużą szansę zamknięcia ich sukcesem ekonomicznym.

Szczególnie ważnym czynnikiem wpływającym na przyszłe wyniki ATM jest realizacja planowanej emisji akcji. Pozwoli ona zrealizować projekty inwestycyjne w zakresie rozbudowy własnej infrastruktury telekomunikacyjnej. Poza tym podwyższenie kapitałów własnych pozwoli spółce na finansowanie długim tych nakładów inwestycyjnych, które nie będą mogły być pokryte wpływami z emisji.

Wyniki finansowe i prognozy

Sprzedaż

Od 2002 roku przychody ATM spadają. W 2002 spadek wyniósł aż 19%, natomiast w 2003 1%. Zmniejszenie przychodów dotyczy jednak tylko towarów, natomiast sprzedaż usług rośnie bardzo dynamicznie. W ubiegłym roku przychody ze sprzedaży usług wzrosły o 25%, w tym sprzedaż usług telekomunikacyjnych wzrosła o 65%. Sprzedaż towarów i materiałów spadła w tym czasie o prawie 30%. Dzięki temu znacząco zwiększyła się marża operacyjna ATM i mimo spadku sprzedaży ogółem zysk operacyjny spółki wzrósł o 170%.

Biorąc pod uwagę wielkość sprzedaży w I półroczu tego roku (PLN 41.9 mln) oraz opisaną poniżej sezonowość sprzedaży, należy spodziewać się znacznej poprawy przychodów spółki w 2004 roku. Prognozujemy wzrost sprzedaży o 25% do 91 mln PLN i równie duży wzrost w kolejnym roku (+23%). Sądzymy, że lokomotywą wzrostu będą usługi telekomunikacyjne (+65% w 2004, +50% w 2005), w które ATM zamierza inwestować i rozwijać.

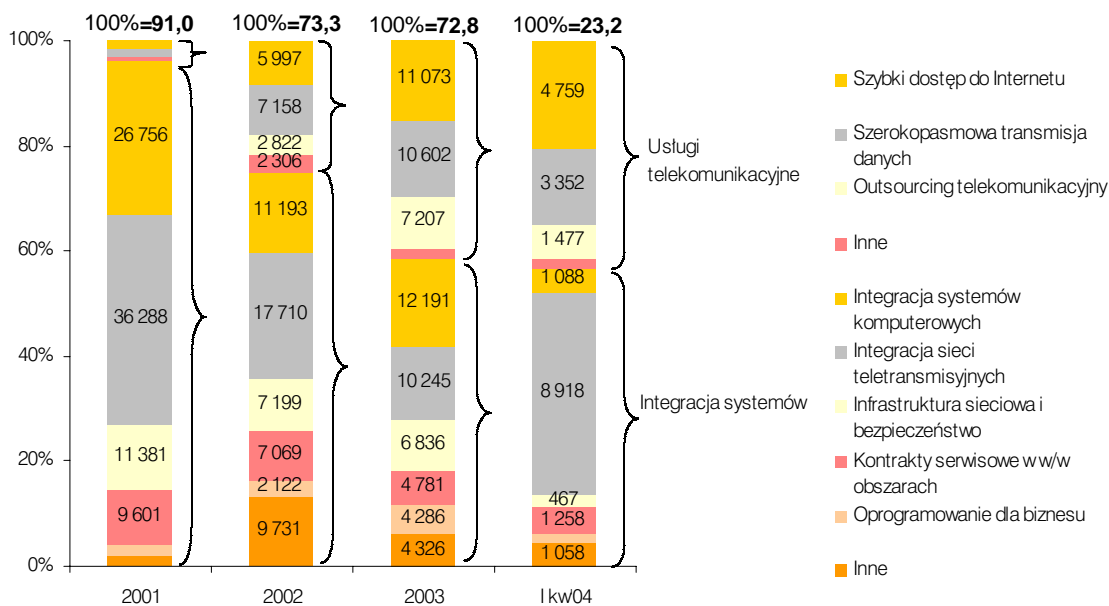
Prognoza przychodów ze sprzedaży

	2001	2002	2003	2004p	2005p	2006p	2007p
Przychody ze sprzedaży	91.0	73.3	72.8	91.2	111.8	129.8	146.4
<i>zmiana</i>		-19%	-1%	25%	23%	16%	13%
Usługi telekomunikacyjne	3.3	18.3	30.1	45.2	63.3	79.1	93.4
<i>zmiana</i>		447%	65%	50%	40%	25%	18%
Usługi integracji systemów teleinformatycznych, w tym:	87.7	55.0	42.7	46.0	48.5	50.7	53.1
<i>zmiana</i>		-37%	-22%	8%	5%	4%	5%
w tym towary i materiały	67.6	35.1	25.1	26.4	26.9	26.9	26.9
<i>zmiana</i>		-48%	-28%	5%	2%	0%	0%
Zysk brutto	23.6	30.0	32.9	42.3	52.0	59.7	66.7
marża brutto	25.9%	40.9%	45.2%	46.3%	46.5%	46.0%	45.6%
marża usługi	24.9%	52.1%	53.4%	53.2%	52.0%	51.0%	50.0%
marża towary	26.3%	28.6%	29.8%	29.5%	29.0%	27.0%	26.0%

Źródło: ATM S.A., prognozy Millennium DM

W analizowanym okresie, czyli od 2001 roku, usługi telekomunikacyjne mają coraz większy udział w przychodach. Jeszcze w 2001 roku ich sprzedaż stanowiła jedynie 4% wartości sprzedaży, podczas gdy w 2003 roku już 41% przychodów ogółem. Ta część sprzedaży spółki charakteryzuje się znacznie wyższą rentownością w stosunku do sprzedaży towarów i materiałów. Prognozujemy, że w 2006 roku usługi telekomunikacyjne będą stanowiły ponad 60% sprzedaży.

Struktura przychodów ze sprzedaży ATM (mln PLN)

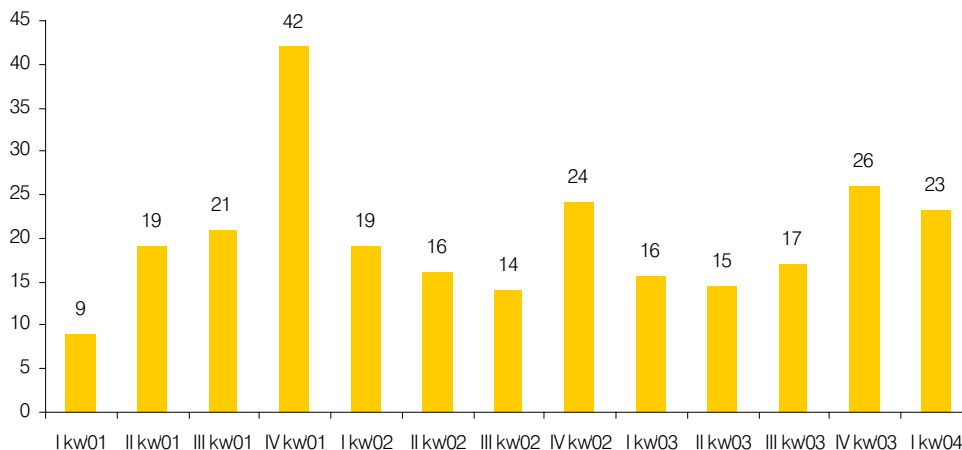


Źródło: ATM S.A.

Sezonowość sprzedaży

Podobnie jak w przypadku większości spółek z branży IT, ATM najwięcej przychodów generuje w czwartym kwartale. Zjawisko sezonowości z roku na rok jednak słabnie wraz ze wzrostem udziału sprzedaży usług telekomunikacyjnych. Zdaniem zarządu proces ten będzie postępował w następnych latach.

Sezonowość sprzedaży w latach 2001-2003 (mln PLN)

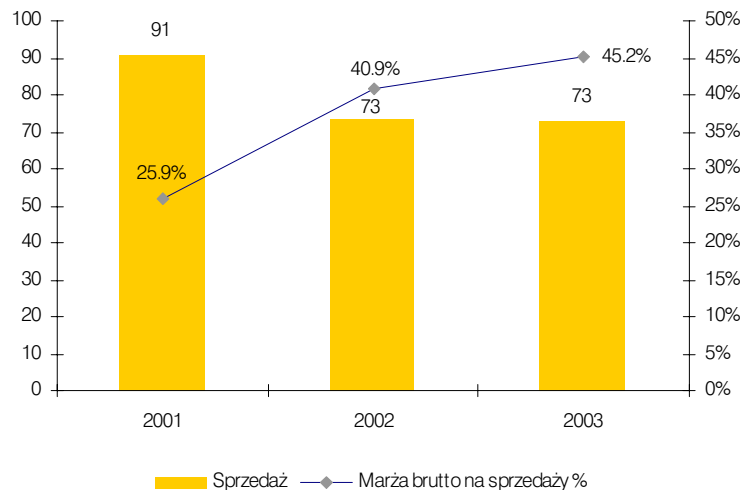


Źródło: ATM S.A.

Rentowność

Sprzedaż towarów i materiałów w ATM spadła od 2001 roku z 68 mln PLN do zaledwie 25 mln PLN w 2003, natomiast usługi telekomunikacyjne wzrosły w tym czasie z 3.3 mln PLN do 30 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży towarów wynosi około 30%, podczas gdy na usługach aż 53%. Zatem dzięki rosnącemu udziałowi w sprzedaży produktów i usług wzrastał poziom realizowanych marż, pomimo spadku wartości sprzedanej ogółem.

Przychody oraz marża ze sprzedaży w latach 2001-2003 (mln PLN)



Źródło: ATM S.A.

W kolejnych latach przewidujemy spadek marży brutto na sprzedaży ATM zarówno w usługach telekomunikacyjnych jak i w integracji systemów. Jednak dzięki szybszemu wzrostowi usług niż sprzedaży sprzętu marża brutto na sprzedaży utrzyma się na wysokim 46% poziomie.

Prognoza wyników finansowych

	2001	2002	2003	2004p	2005p	2006p	2007p
Przychody ze sprzedaży	91.0	73.3	72.8	91.2	111.8	129.8	146.4
Zysk brutto	23.6	30.0	32.9	42.3	52.0	59.7	66.7
marża brutto	25.9%	40.9%	45.2%	46.3%	46.5%	46.0%	45.6%
Koszty ogólnego zarządu	33.7	28.1	29.8	36.5	43.6	49.3	54.2
Zysk na sprzedaży	-10.1	1.8	3.1	5.8	8.3	10.4	12.6
Marża na sprzedaży	-11.1%	2.5%	4.3%	6.3%	7.5%	8.0%	8.6%
EBITDA	-6.3	5.5	8.0	11.3	14.8	17.4	20.2
Marża EBITDA	-7.0%	7.5%	11.0%	12.4%	13.3%	13.4%	13.8%
Zysk operacyjny	-10.5	1.3	3.5	5.8	8.3	10.4	12.6
Marża operacyjna	-11.6%	1.8%	4.8%	6.3%	7.5%	8.0%	8.6%
Przychody finansowe	0.7	1.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.5
Koszty finansowe	2.1	1.3	1.9	0.9	1.3	1.3	1.3
Zysk brutto	-12.0	1.3	1.9	5.2	7.5	9.5	11.8
Zysk netto	-11.8	1.4	1.9	4.2	6.0	7.7	9.6
Marża netto	-13.0%	2.0%	2.6%	4.6%	5.4%	5.9%	6.6%

Źródło: ATM S.A., prognozy Millennium DM

Koszty ogólnego zarządu nie będą rosły w tak szybkim tempie jak sprzedaż, ponieważ znacząca część z nich stanowi koszty stałe. Sądzymy, że pozwoli to na zwiększenie marży operacyjnej ATM do 6.3% w 2004 roku oraz do 7.5% w 2005. Zadłużenie odsetkowe spółki wynosi obecnie około 18 mln PLN. Szacujemy, że obsługa zadłużenia będzie kosztowała spółkę około 1 mln PLN w 2004 roku i 1.3 mln PLN w 2005 roku. Prognozujemy zysk netto na bieżący rok w wysokości 4.2 mln PLN podczas gdy prognoza Zarządu ATM wynosi 5.0 mln PLN.

Zestawienie wyników finansowych

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2001	2002	2003	2004p	2005p	2006p
przychody netto	91.0	73.3	72.8	91.2	111.8	129.8
koszty wytworzenia	67.4	43.4	39.9	49.0	59.9	70.1
zysk brutto na sprzedaży	23.6	30.0	32.9	42.3	52.0	59.7
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	33.7	28.1	29.8	36.5	43.6	49.3
saldo pozostałej działalności operacyjnej	0.5	0.5	-0.4	0.0	0.0	0.0
EBITDA	-6.3	5.5	8.0	11.3	14.8	17.4
EBIT	-10.5	1.3	3.5	5.8	8.3	10.4
saldo finansowe	-1.4	0.0	-1.6	-0.6	-0.9	-1.0
zysk przed opodatkowaniem	-12.0	1.3	1.9	5.2	7.5	9.5
podatek dochodowy	-0.1	-0.1	0.0	1.0	1.4	1.8
zysk netto	-11.8	1.4	1.9	4.2	6.0	7.7
EPS	-4.2	0.5	0.7	1.3	1.9	2.4

Bilans (mln PLN)

	2001	2002	2003	2004p	2005p	2006p
aktywa trwałe	45.3	44.4	46.5	51.0	54.5	52.5
wartości niematerialne i prawne	0.9	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
rzeczowe aktywa trwałe	42.9	42.2	44.8	49.3	52.8	50.8
należności długoterminowe	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
inwestycje długoterminowe	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
rozliczenia międzyokresowe	0.5	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
aktywa obrotowe	55.1	31.3	27.8	37.5	39.7	46.9
zapasy	5.9	2.7	2.4	3.3	4.3	5.4
należności krótkoterminowe	39.2	22.0	22.9	25.3	28.0	28.8
inwestycje krótkoterminowe	9.2	5.9	1.9	8.1	6.6	11.9
rozliczenia międzyokresowe	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
aktywa razem	100.4	75.6	74.3	88.5	94.2	99.4
kapitał własny	41.7	43.7	42.1	54.8	58.4	63.0
zobowiązania	58.7	31.9	32.2	33.7	35.7	36.4
zobowiązania handlowe	37.3	13.2	11.5	12.9	15.0	15.6
rozliczenia międzyokresowe	8.0	3.0	2.3	2.3	2.3	2.3
pasywa razem	100.4	75.6	74.3	88.5	94.2	99.4
BVPS	14.9	15.6	15.0	17.0	18.1	19.5

Źródło: ATM S.A., prognozy Millennium DM

Rachunek przepływów (mln PLN)

	2001	2002	2003	2004p	2005p	2006p
wynik netto	-11.8	1.4	1.9	4.2	6.0	7.7
amortyzacja	4.2	4.2	4.5	5.5	6.5	7.0
zmiana kapitału obrotowego	0.0	-6.3	-0.2	-1.9	-1.6	-1.3
gotówka z działalności operacyjnej	4.6	2.4	8.2	8.7	12.2	14.6
inwestycje (capex)	-14.9	-3.5	-4.7	-10.0	-10.0	-5.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-14.9	-3.5	-4.7	-10.0	-10.0	-5.0
wypłata dywidendy	0.0	0.0	-3.5	0.0	-2.4	-3.1
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	8.5	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	20.7	-2.6	-1.7	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	19.0	-3.7	-6.0	7.6	-3.7	-4.3
zmiana gotówki netto	8.7	-4.9	-2.5	6.2	-1.5	5.3
środki na koniec okresu	9.2	4.4	1.9	8.1	6.6	11.9
DPS	0.0	0.0	1.2	0.0	0.7	0.9
CEPS	-2.7	2.0	2.3	3.0	3.9	4.5
FCFPS	-6.9	-1.6	0.9	-0.5	0.5	2.8

Wskaźniki (%)

	2001	2002	2003	2004p	2005p	2006p
zmiana sprzedaży	-	-19.5	-0.7	25.3	22.6	16.1
zmiana EBIT	-	-186.3	45.9	41.4	31.5	17.3
zmiana EBITDA	-	-112.4	168.2	65.0	44.2	24.8
zmiana zysku netto	-	-112.1	30.8	123.6	44.0	26.6
marża EBITDA	-7.0	7.5	11.0	12.4	13.3	13.4
marża EBIT	-11.6	1.8	4.8	6.3	7.5	8.0
marża netto	-13.0	2.0	2.6	4.6	5.4	5.9
sprzedaż/aktywa (x)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.2	1.3
dług / kapitał (x)	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
odsetki / EBIT	-14.3	85.8	21.8	15.6	15.1	12.1
stopa podatkowa	1.2	-8.4	-0.1	19.0	19.0	19.0
ROE	-28.3	3.3	4.5	7.7	10.4	12.2
ROA	-11.8	1.9	2.5	4.7	6.4	7.7
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-12.1	-13.8	-16.1	-9.9	-11.4	-6.1

Źródło: ATM S.A., prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Michał Buczyński

+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Katarzyna Perzak

+22 598 26 05
katarzyna.perzak@millenniumdm.pl

Michał Hulboj

+22 598 26 59
michal.hulboj@millenniumdm.pl

Piotr Her

+22 598 26 81
piotr.her@millenniumdm.pl

Dyrektor

banki i finanse, makroekonomia,
handel

Analitik

telekomunikacja, chemia,
budownictwo, metale

Analitik

informatyka, internet, media,
produkcja telewizyjna

Asystent

przemysł drzewny i papierniczy,
przemysł lekki

Asystent

hotele, motoryzacja

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 65
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Krzysztof Pelka

+22 598 26 79
krzysztof.pelka@millenniumdm.pl

Marek Przytula

+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec

+22 598 26 67
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Adam Zajler

+22 598 26 77
adam.zajler@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
al. Jerozolimskie 123
Millennium Plaza XIXp
02-017 Warszawa
Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję

Stosowane metody wyceny

W niniejszym raporcie analitycznym stosowane są 2 podstawowe metody wyceny:

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. jest członkiem konsorcjum sprzedającego akcje spółki w ofercie publicznej, będącej przedmiotem niniejszego raportu analitycznego za co otrzymał lub otrzyma wynagrodzenie. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: ATM Grupa, Redan, Artman, Techmex, Broker FM, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport analityczny.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły niniejszy raport, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Niniejszy raport został przygotowany przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi rekomendacji, reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Nie należy interpretować niniejszego raportu analitycznego jako sugestii pośredniej lub bezpośredniej podjęcia określonych działań inwestycyjnych w odniesieniu do jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejsza publikacja może być dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem publikacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2004 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	2	17%
Neutralnie	7	58%
Redukuj	2	17%
Sprzedaj	1	8%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej

Kupuj	1	25%
Akumuluj	3*	75%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy, *rekomendacje dotyczyły akcji jednej spółki