



Beskidzki Dom Maklerski S.A.

TF SKOK

RAPORT ANALITYCZNY - IPO

TF SKOK dokonuje autoryzacji i rozliczania transakcji płatniczych, zajmuje się wydawaniem i obsługą kart płatniczych, buduje i zarządza siecią bankomatów oraz terminali POS, a także rozlicza przekazy pieniężne we współpracy z Western Union. Wcześniej w ramach prowadzonej działalności Spółka zajmowała się mieszkaniowymi pożyczkami konsorcjonalnymi dla członków Systemu SKOK. Strategia zakłada rozwój działalności związanej z wydawaniem kart płatniczych, rozbudową sieci bankomatów i POS oraz rozwojem nowych usług (płatności masowe, rozwijanie sprzedaży w terminalach POS, nowe rodzaje kart płatniczych) dla Systemu SKOK jak i partnerów zewnętrznych. Obecnie rozwój jest realizowany w oparciu o środki własne, jednak docelowo ma zostać wsparty środkami uzyskanymi z publicznej emisji 10 mln akcji serii H.

TF SKOK stanowi element systemu SKOK, co gwarantuje realizację planów strategicznych. System SKOK to m.in. 67 Kas, 1663 Placówek, ponad 1,7 mln członków i ponad 6,5 mld zł depozytów. Stanowi on odpowiednik popularnych w krajach anglosaskich credit unions tworzonych w celu wspólnego oszczędzania i udzielania członkom spółdzielni kredytów ze zgromadzonych środków.

W Polsce liczba bankomatów przypadających na jednego mieszkańca jest trzykrotnie niższa od średniej dla krajów EU-25 a liczba kart płatniczych na 1000 mieszkańców niemal dwukrotnie niższa. Taki stan rzeczy pozwala oczekiwać dynamicznego wzrostu przychodów osiąganych w związku z zarządzaniem powstającą siecią bankomatów. Dobre perspektywy ma przed sobą również drugi segment działalności Spółki – obsługa przekazów Western Union. Mająca miejsce w ostatnich latach fala emigracji zarobkowej na Zachód oraz napływ pracowników zagranicznych do Polski powodują, że zapotrzebowanie na usługi przekazów pieniężnych ma duży potencjał wzrostu.

Wyniki TF SKOK są uzależnione od rozwoju systemu SKOK. Do głównych czynników ryzyka można zaliczyć możliwość spadku liczby i wartości wypłat w bankomatach w związku z wprowadzaniem przez sieci handlowe usługi cashback, możliwość zmian przepisów prawnych regulujących działalność systemu bankowego i usług finansowych oraz nasilającą się presję na zmniejszanie cen usług finansowych. Istotne zagrożenie stanowi także brak doświadczenia Spółki w prowadzeniu działalności w zakresie zarządzania siecią bankomatów i możliwość wystąpienia opóźnień w rozruchu tego segmentu, co może się przełożyć na mniejszą niż zakładana dynamikę przychodów Spółki.

Ustalona przez nas cena jednej akcji Spółki to 2,8 PLN. Wycena bazuje na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz analizie porównawczej Spółki do podmiotów z sektora finansowego.

| | 2007P | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody [mln. PLN] | 4,3 | 11,8 | 32,7 | 52,2 | 62,3 | 67,3 |
| EBITDA [mln. PLN] | -1,5 | -2,9 | 7,8 | 17,4 | 22,3 | 24,2 |
| EBIT [mln. PLN] | -1,6 | -5,1 | 2,8 | 10,2 | 14,2 | 16,1 |
| Zysk netto [mln. PLN] | -1,6 | -5,1 | 2,8 | 9,5 | 12,6 | 13,1 |
| P/BV | 3,2 | 2,1 | 2,0 | 1,8 | 1,5 | 1,4 |
| P/E | n/a | n/a | 49,7 | 14,5 | 10,9 | 10,4 |
| EV/EBITDA | n/a | n/a | 16,9 | 7,7 | 5,1 | 4,2 |
| EV/EBIT | n/a | n/a | 47,3 | 13,1 | 8,1 | 6,4 |

obliczone przy cenie 1 akcji na poziomie 3,0 PLN

IPO

Kwiecień 2008

Harmonogram Oferty:

| | |
|--|---------------------|
| Book building | 14-15 kwietnia 2008 |
| Publiczna subskrypcja w transzy indywidualnej | 16-21 kwietnia 2008 |
| Publiczna subskrypcja w transzy instytucjonalnej | 16-22 kwietnia 2008 |
| Przydział akcji | 28 kwietnia 2008 |

Podstawowe dane o Ofercie:

| | |
|-----------------------------|--------|
| Cena maksymalna [PLN] | 3,0 |
| Wartość oferty [mln PLN](x) | 45,0 |
| Wielkość oferty [tys. szt.] | 15 000 |
| Transza Małych Inwestorów | 7 000 |
| Transza Dużych inwestorów | 8 000 |

Wycena DCF [PLN] 3,0

Wycena porównawcza [PLN] 2,4

Dane po ofercie

| | |
|--------------------------|--------|
| Liczba akcji [tys. szt.] | 52 795 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 158,4 |
| Free float [%] | 28,4% |
| Free float [mln PLN] | 45,0 |

Struktura akcjonariatu przed oferta

| | |
|-------------------------|-------|
| KSKOK | 98,4% |
| Pozostali akcjonariusze | 1,6% |
| Razem | 100% |

Struktura akcjonariatu po ofercie

| | |
|-----------------------------|-------|
| Dotychczasowi akcjonariusze | 71,6% |
| Nowi | 28,4% |
| Razem | 100% |

Analitik:

Andrzej Kubacki
Beskidzki Dom Maklerski S.A.
ul. 3-go Maja 23
40-096 Katowice
tel. (0-32) 208-14-32
kubacki@bdm.com.pl

WYCENA

Na podstawie sporządzonych prognoz wyceniliśmy wartość jednej akcji SKOK na 2,8 PLN. Wycena została oparta na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz analizie porównawczej TF SKOK do innych spółek z branży finansowej.

W zależności od podejścia otrzymaliśmy różne wyniki. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach na lata 2009-2010 dała wartość Spółki na poziomie 126,5 mln PLN, z kolei na podstawie modelu DCF sporządzonego na lata 2008-2017 uzyskaliśmy wartość Spółki na poziomie 158,1 mln PLN. Końcowa wartość jest średnią ważoną dwóch wycen. Wagi ustaliliśmy na poziomach 70% dla wyceny metodą DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena nie uwzględnia dyskonta z tytułu IPO.

Podsumowanie wyceny

| | Metoda DCF | Metoda Porównawcza |
|-----------------------------|------------|--------------------|
| Wycena | 3,0 | 2,4 |
| Waga | 70% | 30% |
| Wycena 1 akcji [PLN] | 2,8 | |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wrażliwość wyceny: cena emisyjna

| | 2,4 | 2,5 | 2,6 | 2,7 | 2,8 | 2,9 | 3,0 | 3,1 | 3,2 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Wycena metodą DCF (PLN) | 2,88 | 2,90 | 2,92 | 2,94 | 2,96 | 2,98 | 2,99 | 3,01 | 3,03 |
| Wycena 1 akcji | 2,74 | 2,75 | 2,76 | 2,77 | 2,79 | 2,80 | 2,81 | 2,83 | 2,84 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

MODEL DCF

Główne założenia:

- Średnie tempo wzrostu przychodów w pierwszych 3 latach prognozy wynosi 129%. W pozostałym okresie szczegółowej prognozy CAGR wynosi 8,9%, co daje całkowite CAGR w okresie objętym szczegółową prognozą na poziomie 36,1% (szczegółowy opis w osobnym rozdziale).
- W okresie szczegółowej prognozy założyliśmy średnie tempo wzrostu liczby członków systemu SKOK na poziomie 4,1% rocznie. Przyjęliśmy także stopniowy wzrost stosunku liczby wydanych kart do liczby członków systemu do poziomu 93% w roku 2017.
- W modelu nie uwzględniliśmy efektów rozwoju nowych usług (płatności masowe, rozwój sprzedaży w terminalach POS i nowe rodzaje kart kredytowych).
- Założyliśmy stopniowy wzrost marż w okresie szczegółowej prognozy w związku z faktem, iż duża część kosztów ponoszonych w związku z prowadzoną działalnością to koszty związane z obsługą sieci bankomatów (po roku 2010 zakładamy stałą liczbę urządzeń).
- W związku z przewidywanymi korzystnymi efektami wynikającymi z rosnącej skali działania przyjęliśmy, że średnioroczna dynamika wzrostu kosztów zarządu w okresie szczegółowej prognozy wyniesie 4,6%.
- Przyjęliśmy, że nakłady na budowę COKiT, sieci bankomatów i POSów w latach 2008-2010 pochłoną 53,2 mln PLN. Po zakończeniu budowy COKiT oraz sieci, CAPEX będzie się ograniczał do odtwarzania majątku trwałego.
- W okresie rezydualnym założyliśmy CAPEX na poziomie równym amortyzacji.
- Stopę procentową wolną od ryzyka przyjęliśmy na poziomie 5,8% (rentowność obligacji dziesięcioletnich zapadających w 2017 roku).
- Średni ważony koszt kapitału kształtuje się w okresie prognozy przeciętnie na poziomie 11,8%.
- W okresie rezydualnym przyjęliśmy tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 2,5%.
- Założyliśmy wypłacanie w prognozowanym okresie dywidendy w kwocie stanowiącej 50% zysku za rok ubiegły począwszy od roku 2012.
- W modelu przyjęliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2 z uwagi na ryzyka, na które narażone jest Spółka ze szczególnym uwzględnieniem faktu iż Spółka znajduje się w fazie rozruchu segmentu działalności mającego dominujący udział w prognozowanych wynikach.
- Założyliśmy, że 10 mln nowych akcji zostanie objętych po cenie emisyjnej równej 3,0 PLN na sztukę.
- Do obliczeń przyjęliśmy, że kapitał własny składa się z 52 794 500 akcji.

Model DCF

| | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży | 11,8 | 32,7 | 52,2 | 62,3 | 67,3 | 72,6 | 78,1 | 83,4 | 88,9 | 94,6 |
| EBIT | -5,1 | 2,8 | 10,2 | 14,2 | 16,1 | 18,6 | 20,8 | 22,7 | 24,4 | 25,9 |
| Stopa podatkowa | 0% | 0% | 7% | 11% | 18% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Podatek od EBIT | 0,0 | 0,0 | 0,7 | 1,6 | 2,9 | 3,5 | 3,9 | 4,3 | 4,6 | 4,9 |
| NOPLAT | -5,1 | 2,8 | 9,5 | 12,6 | 13,2 | 15,1 | 16,9 | 18,4 | 19,8 | 21,0 |
| Amortyzacja | 2,2 | 5,0 | 7,1 | 8,1 | 8,1 | 7,0 | 6,2 | 5,6 | 5,2 | 5,0 |
| CAPEX | -18,9 | -17,3 | -17,0 | -1,0 | -2,1 | -2,6 | -3,0 | -3,4 | -3,8 | -4,2 |
| Inwestycje kapitałowe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy | 4,6 | -3,2 | -2,2 | -1,5 | -0,6 | -0,7 | -0,7 | -0,7 | -0,7 | -0,7 |
| FCFF | -17,2 | -12,7 | -2,6 | 18,3 | 18,5 | 18,9 | 19,4 | 20,0 | 20,5 | 21,0 |
| PV DFCF | -15,7 | -10,4 | -1,9 | 11,9 | 10,8 | 9,9 | 9,1 | 8,4 | 7,7 | 7,0 |
| Suma PV DFCF | 36,8 | | | | | | | | | |
| TV | 223,8 | | | | | | | | | |
| PV TV | 74,9 | | | | | | | | | |
| Wartość firmy EV | 111,7 | | | | | | | | | |
| Dług netto | -18,0 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału akcyjnego [mln PLN] | 129,6 | | | | | | | | | |
| Środki z emisji | 28,5 | | | | | | | | | |
| Ilość akcji [tys. szt.] | 52,8 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału na akcję [PLN] | 3,0 | | | | | | | | | |

Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,5%

| | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|---------|---------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody zmiana r/r | 171,6% | 177,0% | 59,7% | 19,5% | 8,0% | 7,8% | 7,6% | 6,8% | 6,6% | 6,4% |
| EBIT zmiana r/r | n/a | -154,6% | 266,6% | 39,1% | 13,2% | 15,6% | 12,0% | 9,0% | 7,4% | 6,2% |
| NOPLAT zmiana r/r | n/a | -154,6% | 240,4% | 33,1% | 4,2% | 15,0% | 11,7% | 8,8% | 7,3% | 6,2% |
| Marża EBIT | -43,3% | 8,5% | 19,6% | 22,8% | 23,9% | 25,6% | 26,7% | 27,2% | 27,4% | 27,4% |
| Marża NOPLAT | -43,3% | 8,5% | 18,2% | 20,3% | 19,5% | 20,9% | 21,7% | 22,1% | 22,2% | 22,2% |
| CAPEX / Przychody | 160,1% | 53,1% | 32,5% | 1,6% | 3,2% | 3,6% | 3,8% | 4,1% | 4,3% | 4,5% |
| CAPEX / Amortyzacja | 859,6% | 346,7% | 237,9% | 12,3% | 26,1% | 36,8% | 48,2% | 60,3% | 72,5% | 85,1% |
| FCF zmiana r/r | -241,3% | -26,2% | -79,6% | -802,3% | 1,5% | 2,1% | 2,8% | 2,7% | 2,7% | 2,5% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -1,0% | 15,2% | 11,5% | 14,5% | 12,5% | 12,5% | 12,5% | 12,5% | 12,5% | 12,5% |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Kalkulacja WACC

| | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% |
| Premia za ryzyko | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Beta | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Premia kredytowa | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |
| Koszt kapitału własnego | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% |
| Udział kapitału własnego | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% |
| Udział kapitału obcego | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| WACC | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta/ wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------|-----|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 0,00% | 0,50% | 1,00% | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% | 3,50% | 4,00% |
| beta | 0,7 | 3,48 | 3,59 | 3,71 | 3,85 | 4,00 | 4,18 | 4,38 | 4,63 | 4,91 |
| | 0,8 | 3,28 | 3,38 | 3,48 | 3,60 | 3,73 | 3,87 | 4,05 | 4,24 | 4,47 |
| | 0,9 | 3,11 | 3,19 | 3,27 | 3,37 | 3,49 | 3,61 | 3,75 | 3,92 | 4,11 |
| | 1,0 | 2,94 | 3,01 | 3,09 | 3,18 | 3,27 | 3,38 | 3,50 | 3,64 | 3,79 |
| | 1,1 | 2,80 | 2,86 | 2,93 | 3,00 | 3,08 | 3,18 | 3,28 | 3,39 | 3,53 |
| | 1,2 | 2,67 | 2,72 | 2,78 | 2,84 | 2,92 | 2,99 | 3,08 | 3,18 | 3,29 |
| | 1,3 | 2,55 | 2,59 | 2,64 | 2,70 | 2,76 | 2,83 | 2,91 | 2,99 | 3,09 |
| | 1,4 | 2,43 | 2,48 | 2,52 | 2,57 | 2,63 | 2,69 | 2,75 | 2,83 | 2,91 |
| | 1,5 | 2,33 | 2,37 | 2,41 | 2,45 | 2,50 | 2,56 | 2,61 | 2,68 | 2,75 |
| | 1,6 | 2,24 | 2,27 | 2,31 | 2,35 | 2,39 | 2,44 | 2,49 | 2,54 | 2,60 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko/ wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------------------|------|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 0,00% | 0,50% | 1,00% | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% | 3,50% | 4,00% |
| Premia za ryzyko | 0,0% | 5,89 | 6,27 | 6,74 | 7,31 | 8,03 | 8,97 | 10,24 | 12,08 | 14,95 |
| | 1,0% | 4,78 | 5,02 | 5,29 | 5,61 | 6,00 | 6,47 | 7,06 | 7,83 | 8,84 |
| | 2,0% | 4,01 | 4,16 | 4,34 | 4,54 | 4,77 | 5,04 | 5,37 | 5,76 | 6,25 |
| | 3,0% | 3,44 | 3,55 | 3,66 | 3,79 | 3,94 | 4,11 | 4,31 | 4,54 | 4,82 |
| | 4,0% | 3,01 | 3,08 | 3,16 | 3,25 | 3,35 | 3,47 | 3,60 | 3,74 | 3,91 |
| | 5,0% | 2,67 | 2,72 | 2,78 | 2,84 | 2,92 | 2,99 | 3,08 | 3,18 | 3,29 |
| | 6,0% | 2,39 | 2,43 | 2,48 | 2,52 | 2,58 | 2,63 | 2,69 | 2,76 | 2,84 |
| | 7,0% | 2,17 | 2,20 | 2,23 | 2,27 | 2,31 | 2,35 | 2,39 | 2,44 | 2,50 |
| | 8,0% | 1,98 | 2,01 | 2,03 | 2,06 | 2,09 | 2,12 | 2,15 | 2,19 | 2,23 |
| | 9,0% | 1,83 | 1,85 | 1,87 | 1,89 | 1,91 | 1,93 | 1,96 | 1,99 | 2,02 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

| | | Beta | | | | | | | | |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,5 |
| Premia za ryzyko | 0,0% | 8,97 | 8,97 | 8,97 | 8,97 | 8,97 | 8,97 | 8,97 | 8,97 | 8,97 |
| | 1,0% | 7,33 | 7,14 | 6,96 | 6,79 | 6,63 | 6,47 | 6,32 | 6,18 | 6,05 |
| | 2,0% | 6,18 | 5,92 | 5,67 | 5,44 | 5,24 | 5,04 | 4,86 | 4,69 | 4,53 |
| | 3,0% | 5,34 | 5,04 | 4,77 | 4,53 | 4,31 | 4,11 | 3,93 | 3,76 | 3,61 |
| | 4,0% | 4,69 | 4,38 | 4,11 | 3,87 | 3,66 | 3,47 | 3,29 | 3,14 | 2,99 |
| | 5,0% | 4,18 | 3,87 | 3,61 | 3,38 | 3,18 | 2,99 | 2,83 | 2,69 | 2,56 |
| | 6,0% | 3,76 | 3,47 | 3,21 | 2,99 | 2,80 | 2,63 | 2,48 | 2,35 | 2,23 |
| | 7,0% | 3,42 | 3,14 | 2,89 | 2,69 | 2,51 | 2,35 | 2,21 | 2,09 | 1,98 |
| | 8,0% | 3,14 | 2,86 | 2,63 | 2,44 | 2,27 | 2,12 | 1,99 | 1,88 | 1,78 |
| | 9,0% | 2,89 | 2,63 | 2,41 | 2,23 | 2,07 | 1,93 | 1,82 | 1,71 | 1,62 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A

WYCENA PORÓWNAWCZA

Do wyceny porównawczej wykorzystano trzy zagraniczne niebankowe spółki z sektora finansowego. Przy wycenie uwzględniliśmy prognozy wyników tych spółek na lata 2009 i 2010. Analizę oparliśmy na trzech wskaźnikach: P/E, EV/EBIT oraz EV/EBITDA. Końcowa wycena dla danego wskaźnika jest średnią ważoną z lat 2009 i 2010. Poszczególnym okresom przyporządkowano wagi odpowiednio 30% dla roku 2009 i 70% dla roku 2010. Każdemu ze wskaźników przyznaliśmy wagę 33%. Do wyceny przyjęliśmy kursy spółek z dnia 3.04.08.

Uważamy, że wycena porównawcza obarczona jest istotnym błędem z uwagi na fakt, iż pełne zdolności operacyjne TF SKOK osiągnie dopiero w roku 2011. Z tego powodu cenie uzyskanej na podstawie analizy porównawczej przyznaliśmy wagę 30%. Wycena na bazie wybranych wskaźników daje wartość jednej akcji na poziomie 1,29 PLN dla roku 2009 i 2,87 PLN dla roku 2010.

Wycena porównawcza

| | P/E | | EV/EBIT | | EV/EBITDA | |
|---------------------------------|------------|------|---------|------|-----------|------|
| | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 |
| EURONET | 22,5 | 17,6 | 15,9 | 12,2 | 11,2 | 9,1 |
| WESTERN UNION | 15,4 | 14,1 | 10,1 | 8,7 | 9,2 | 7,9 |
| MASTERCARD | 37,6 | 33,6 | 24,4 | 21,1 | 22,2 | 19,4 |
| Mediana | 22,5 | 17,6 | 15,9 | 12,2 | 11,2 | 9,1 |
| Wycena według wskaźnika | 1,2 | 3,1 | 0,9 | 2,4 | 1,8 | 3,0 |
| Waga roku | 30% | 70% | 30% | 70% | 30% | 70% |
| Wycena według wskaźników | 2,56 | | 1,97 | | 2,66 | |
| Waga wskaźnika | 33% | | 33% | | 33% | |
| Wycena 1 akcji [PLN] | 2,4 | | | | | |

Do obliczeń przyjęto 52 794,5 tys. akcji TF SKOK Wskaźniki dla TF SKOK zostały obliczone przy założeniu ceny jednej akcji na poziomie 3,0 PLN

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- Ryzyko związane z brakiem doświadczenia Spółki w zakresie budowy i zarządzania siecią bankomatów;
- Ryzyko spadku liczby i wartości wypłat w bankomatach w związku z wprowadzaniem przez sieci handlowe usługi cashback;
- Ryzyko nasilenia konkurencji, co może wiązać się z koniecznością obniżenia opłat z tytułu świadczonych usług oraz spadkiem przychodów;
- Ryzyko możliwych opóźnień dotyczących rozruchu działalności w segmencie COKiT a co za tym idzie odsunięcia w czasie momentu osiągnięcia przez Spółkę prognozy rentowności;
- Ryzyko zmian w zakresie prawodawstwa krajowego regulującego funkcjonowanie systemu bankowego i usług finansowych oraz regulacji międzynarodowych organizacji kart płatniczych co może powodować spadek rentowności prowadzonej działalności;
- Ryzyko związane z możliwością zahamowania rozwoju systemu SKOK, co może mieć wpływ na wyniki osiągane z działalności operacyjnej Spółki;
- Ryzyko nieterminowego regulowania płatności wynikających z udzielonych przez TF SKOK pożyczek konsorcjalnych i braku możliwości ich sprzedaży;
- Ryzyko awaryjności infrastruktury sprzętowej i oprogramowania a także wystąpienia trudności w wyegzekwowaniu ewentualnych roszczeń odszkodowawczych wobec dostawców oprogramowania i usług telekomunikacyjnych oraz producentów bankomatów;
- Ryzyko fluktuacji kadry, co może się przełożyć na wzrost kosztów oraz jakość świadczonych usług;
- Ryzyko pogorszenia koniunktury na rynku kapitałowym, co może się przełożyć na spadek kursu akcji Spółki niezwiązany z czynnikami natury fundamentalnej;
- Ryzyko pojawienia się znacznej podaży akcji po zakończeniu okresu obowiązywania umowy lock-up;
- Ryzyko spowolnienia gospodarczego i wiążącego się z tym spadku tempa wydawania kart płatniczych dla członków systemu SKOK oraz liczby i wartości transakcji tymi kartami;
- Ryzyko spadku zaufania do płatności bezgotówkowych, co może się przełożyć na spadek dynamiki przychodów Spółki;

WYNIKI FINANSOWE

Prezentowane niżej wyniki historyczne dotyczą okresu, w którym Spółka nie prowadziła działalności w segmencie COKiT a co za tym idzie nie są porównywalne z wynikami osiąganymi w kolejnych okresach.

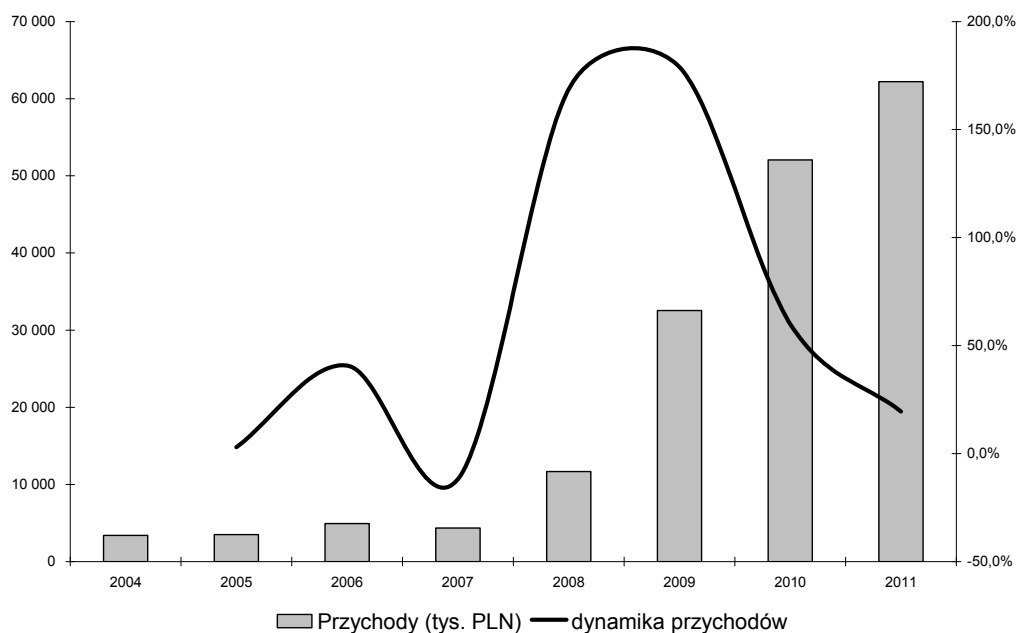
W I półroczu 2007 roku Spółka odnotowała stratę na poziomie operacyjnym w wysokości 458 tys. zł. W porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego oznacza to obniżenie wyniku operacyjnego o 1 328 tys. PLN. Główną przyczyną pogorszenia wyników był wzrost kosztów operacyjnych o 92,2% oraz niewielki spadek sprzedaży wywołany obniżeniem przychodów osiąganych w związku z udzielanymi pożyczkami (spadek o 23,3%). Udział tej działalności w przychodach ze sprzedaży obniżył się z 60,5% w I półroczu 2006 roku do 47,7% w I półroczu 2007 roku. Udział usług przekazów pieniężnych wzrósł z 20,8% do 46,3% odpowiednio. Wzrost kosztów operacyjnych został spowodowany prawie trzykrotnym zwiększeniem kosztów ogólnego zarządu związanym z prowadzoną inwestycją w budowę Centrum Obsługi Kart i Terminali. Udział tej kategorii w całości kosztów operacyjnych wyniósł w I połowie 2007 roku aż 74,6%. W analogicznym okresie 2006 roku udział ten wynosił 48,9%. Zmiana w kształtowaniu się tendencji wyniku operacyjnego widoczna w I półroczu 2007 roku jest spowodowana wdrażaniem strategii rozwoju opartej o inwestycje w nowe obszary działalności i wygaszaniem działalności pożyczkowej.

Wyniki finansowe [tys. PLN]

| | 2005 | 2006 | zmiana r/r | IH'2006 | IH'2007 | zmiana h/h |
|---------------------------|-------|-------|------------|---------|---------|------------|
| Przychody | 3 500 | 4 926 | 40,7% | 2 182 | 2 122 | -2,7% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 2 465 | 3 227 | 30,9% | 1 512 | 1 483 | -1,9% |
| EBITDA | 1 394 | 1 857 | 33,2% | 900 | -382 | -142,4% |
| EBIT | 1 355 | 1 788 | 32,0% | 870 | -458 | -152,6% |
| Zysk brutto | 1 243 | 1 495 | 20,3% | 703 | -323 | -145,9% |
| Zysk netto | 979 | 1 110 | 13,4% | 490 | -409 | -183,5% |
| marża brutto na sprzedaży | 70,4% | 65,5% | | 69,3% | 69,9% | |
| marża EBITDA | 39,8% | 37,7% | | 41,2% | -18,0% | |
| marża EBIT | 38,7% | 36,3% | | 39,9% | -21,6% | |
| rentowność brutto | 35,5% | 30,3% | | 32,2% | -15,2% | |
| rentowność netto | 28,0% | 22,5% | | 22,5% | -19,3% | |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Przychody w latach 2004-2006 oraz prognoza na lata 2007-2011



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Spółka

ZAKRES DZIAŁALNOŚCI

PROFIL DZIAŁALNOŚCI

TF SKOK dokonuje autoryzacji i rozliczania transakcji płatniczych, zajmuje się wydawaniem i obsługą kart płatniczych, buduje i zarządza siecią bankomatów oraz terminali POS, a także rozlicza przekazy pieniężne we współpracy z Western Union. Wcześniej w ramach prowadzonej działalności Spółka zajmowała się mieszkaniowymi pożyczkami konsorcjonalnymi dla członków Systemu SKOK.

Obsługa transakcji kartowych

W ramach tego pionu będzie prowadzona działalność w następującym zakresie:

- autoryzacja i rozliczanie transakcji płatniczych;
- wydawanie i obsługa kart płatniczych;
- budowa i zarządzanie siecią bankomatów
- budowa i zarządzanie siecią POS

Spółka za pośrednictwem COKiT oraz sieci bankomatów będzie umożliwiała dokonywanie wypłat gotówki posiadaczom kart VISA i MasterCard. TF SKOK zakłada że do końca roku 2010 sieć bankomatów będzie liczyć 600 urządzeń natomiast liczba wydanych kart płatniczych osiągnie w 2011 roku 1,1 mln. sztuk.

TF SKOK będzie oferowało członkom SKOK karty debetowe pełniące następujące funkcje:

- identyfikacje właścicieli w placówkach SKOK
- wypłaty gotówki w bankomatach
- transakcje bezgotówkowe w terminalach obsługujących karty VISA i MasterCard

Plany Spółki zakładają stopniowe poszerzanie oferty w zakresie kart płatniczych o karty kredytowe, ratalne, oraz co-brand. System jest obecnie wyposażony w moduły umożliwiające obsługę tego typu kart a moment ich wprowadzenia będzie uzależniony od zainteresowania klientów.

W ramach umów zawartych z poszczególnymi SKOK Spółka ma otrzymywać sztywną prowizję od identyfikacji klienta w placówce SKOK oraz każdej transakcji kartowej w bankomacie lub POS i rozliczenia transakcji a także zmienną prowizję uzależnioną od kwoty transakcji. Dodatkowo pobierane będą opłaty za wydanie kart oraz comiesięczne prowizje za ich użytkowanie. TF SKOK ma również otrzymywać od SKOKów comiesięczne opłaty za zainstalowane bankomaty oraz POSy. Po stronie kosztów w tym segmencie działalności znajduje się utrzymywanie infrastruktury informatycznej i telekomunikacyjnej oraz koszty wydawania kart i eksploatacji POSów oraz bankomatów.

Usługi przekazu środków pieniężnych

Usługa przekazu środków pieniężnych jest realizowana przy współpracy ze Spółdzielczymi Kasami Oszczędnościowo-Kredytowymi przy wykorzystaniu należącej do nich sieci placówek. TF SKOK jest przedstawicielem Western Union Ltd. w zakresie obsługi przekazów pieniężnych.

Spółka ma ustalony procentowo udział w prowizjach Western Union, których kwoty uzależnione są od wartości przekazów. Głównym składnikiem kosztów w tym segmencie są usługi przedstawicielskie świadczone na rzecz Spółki przez placówki SKOK.

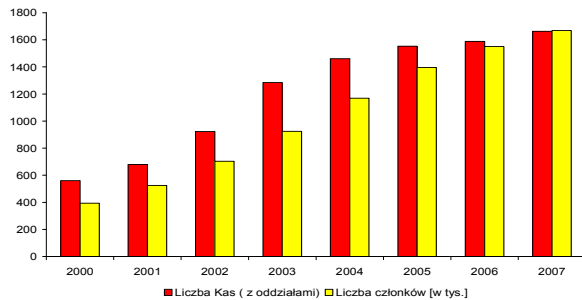
Pożyczki konsorcjalne

Do końca 2006 roku podstawowa działalność Spółki obejmowała współpracę ze Spółdzielczymi Kasami Oszczędnościowo - Kredytowymi w zakresie udzielania pożyczek konsorcjalnych na cele mieszkaniowe dla członków SKOK. SKOK-i udzielały pożyczek na okres nie dłuższy niż 5 lat, natomiast TF SKOK udzielał pożyczek na okres od 5 do 15 lat. W związku ze zmianą prawodawstwa oraz strategii Spółki w końcu roku 2006, zrezygnowano z udzielania nowych pożyczek oraz podjęto działania mające na celu wycofanie zaangażowanych już środków.

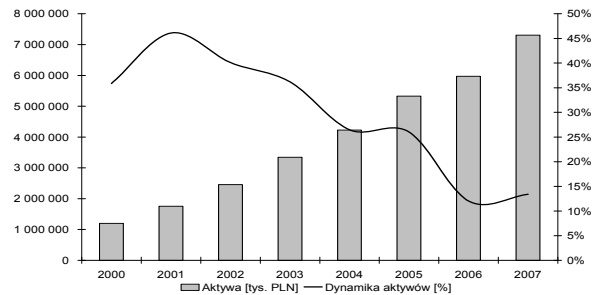
PODSTAWOWE RYNKI NA KTÓRYCH DZIAŁA SPÓŁKA

TF SKOK stanowi integralny element systemu SKOK co gwarantuje realizację planów strategicznych. System SKOK to m.in. 67 Kas, 1663 Placówek, ponad 1,7 mln członków i ponad 6,5 mld zł depozytów. Stanowi on odpowiednik popularnych w krajach anglosaskich credit unions tworzonych w celu wspólnego oszczędzania i udzielania członkom spółdzielni kredytów ze zgromadzonych środków.

Liczba kas oraz członków systemu SKOK Aktywa systemu SKOK [tys. PLN] i ich dynamika



Źródło: www.skok.pl



Źródło: www.skok.pl

Głównym rynkiem zbytu dla Spółki są SKOK oraz ich członkowie. W związku z powyższym struktura terytorialna przychodów TF SKOK jest zbliżona do struktury krajowej sieci SKOKów.

Liczba placówek SKOK według województw



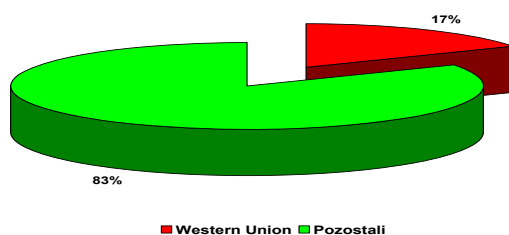
Źródło: *Prospekt Emisyjny Spółki*

System SKOK, stanowiący polski odpowiednik zagranicznych tzw. związków kredytowych działa na terenie kraju od 1992 roku. Osią systemu SKOK jest Krajowa Kasa SKOK. Na koniec grudnia 2007 roku należało do niego 67 kas tworzących sieć 1663 placówek a sam system zrzeszał 1,7 mln członków. Wartość depozytów SKOK to około 6,5 mld PLN natomiast wartość udzielonych przez nich kredytów to niemal 5 mld PLN.

Western Union

Western Union jest światowym liderem na rynku międzynarodowych przekazów pieniężnych. Klienci Western Union mogą przekazywać pieniądze do ponad 300 tys. placówek w 200 krajach świata. Rynek przekazów pieniężnych powinien się w przyszłości charakteryzować umiarkowaną dynamiką wzrostu z racji ograniczenia skali procesów migracyjnych dotyczących ludności Polski przy jednoczesnym napływie pracowników z innych państw na jej terytorium.

Pozycja Western Union na tle światowego rynku przekazów pieniężnych – dane za rok 2006



Źródło: Western Union

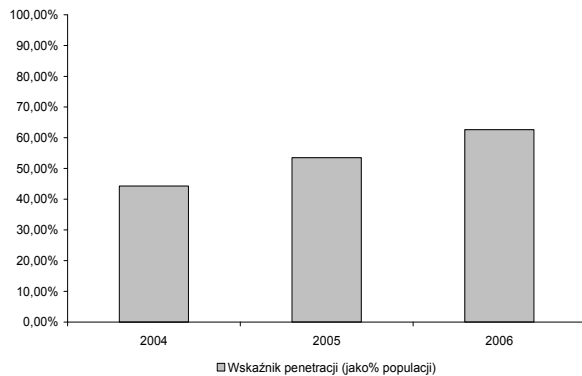
Wartość transakcji klient – klient obsługiwanych przez Western Union wyniosła w 2006 roku 53 mld USD a CAGR wartości środków wysyłanych przez agentów w latach 2004-2006 wyniósł 26%.

Na rynku polskim usługi Western Union są dostępne w 3,8 tys, lokalizacji w tym w ponad 1 tys. placówek SKOK będących przedstawicielami TF SKOK.

Polski rynek kart płatniczych

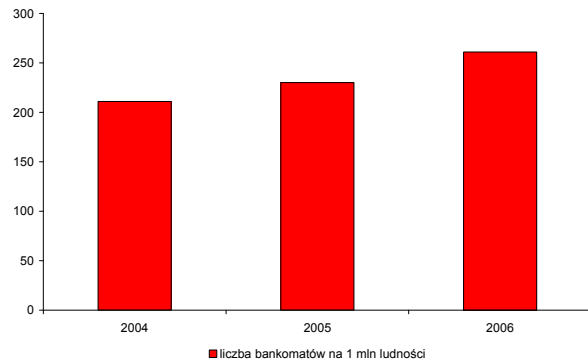
Polski rynek kart płatniczych ma w naszym odczuciu duży potencjał wzrostu – pomimo wyraźnego przyrostu, stosunek liczby kart płatniczych do liczby mieszkańców wyraźnie odbiega od średniej unijnej, która (biorąc pod uwagę EU-25) wynosiła 135% w 2005 roku. Liczba bankomatów na milion mieszkańców w Polsce jest trzykrotnie niższa niż średnia EU-25. Czynnikiem wspomagającym wzrost rynku mogą być rosnąca mobilność Polaków w ramach Unii Europejskiej oraz postępująca liberalizacja rynku usług finansowych.

Karty płatnicze – penetracja



Źródło: Intelinews

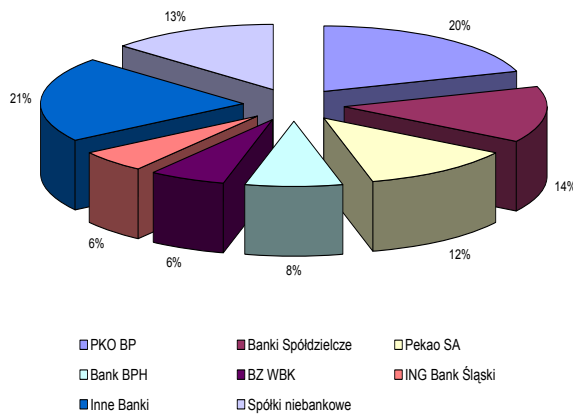
Bankomaty - penetracja



Źródło: Intelinews

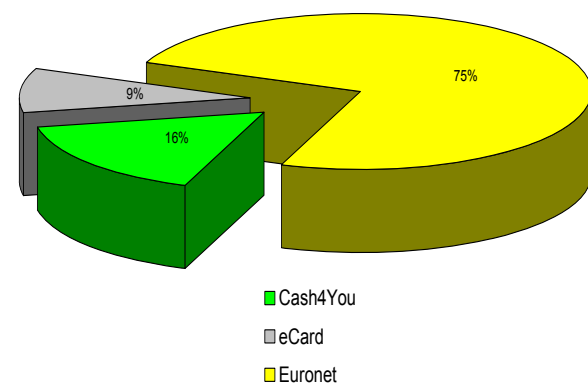
Zdecydowana większość bankomatów na terenie kraju należy do sieci bankowych. Zaledwie 13% działających bankomatów znajduje się obecnie w rękach przedsiębiorstw niebankowych. W tej grupie największy udział ma notowany na NASDAQ Euronet Polska. Biorąc pod uwagę tendencje, które można zaobserwować w krajach wysoko rozwiniętych, w przyszłości można się spodziewać wzrostu udziału przedsiębiorstw niebankowych w rynku bankomatów.

Udziały Spółek w całości rynku bankomatów



Źródło: szacunki Bankier.pl – czerwiec 2007

Struktura segmentu bankomatów niebankowych



Źródło: szacunki Bankier.pl – czerwiec 2007

STRATEGIA ROZWOJU I PRZEZNACZENIE ŚRODKÓW Z EMISJI

OPIS STRATEGII SPÓŁKI

Spółka jest obecnie w trakcie realizacji projektu inwestycyjnego, którego celem jest stworzenie w ramach systemu SKOK Centrum Obsługi Kart i Terminali a w rezultacie zaoferowanie członkom systemu SKOK oraz samym Kasom kompleksowej obsługi w zakresie płatności bezgotówkowych. Strategia długoterminowa zakłada rozszerzenie oferty o usługi płatności masowych, rozwój sprzedaży w terminalach POS oraz przekazów Western Union. W dalszej kolejności dzięki wytworzonym kompetencjom, możliwe będzie wyjście poza ramy systemu SKOK i świadczenie usług podwykonawczych w zakresie płatności bezgotówkowych na rzecz innych klientów.

Karty płatnicze

Obecnie w systemie SKOK funkcjonują trzy rodzaje kart członkowskich, które zostaną zastąpione jedną kartą służącą do identyfikacji członka SKOK w placówce SKOK, umożliwiające dokonywanie płatności bezgotówkowych oraz realizację wypłat w bankomatach. Obsługiwane będą karty wydane przez VISA i Mastercard. Początkowo członkom systemu SKOK będą oferowane karty debetowe dające następujące możliwości:

- identyfikacja posiadacza
- wypłaty gotówki w bankomatach obsługujących karty VISA i Mastercard
- transakcje bezgotówkowe w terminalach POS obsługujących karty VISA i Mastercard

W ramach realizacji strategii średnioterminowej oferta ma zostać w przyszłości poszerzona o nowe rodzaje kart:

- karty kredytowe z aplikacją płatniczą i lojalnościową
- karty ratalne
- karty Co – brand identyfikujące się z odpowiednimi sieciami sklepów

Strategia Spółki zakłada wydanie do końca 2011 roku 1,1 mln kart płatniczych.

Bankomaty

W ramach realizacji wyżej wspomnianego projektu tworzona jest sieć bankomatów na terenie całego kraju. Urządzenia będą instalowane bezpośrednio w placówkach SKOK – na osiedlach, w pobliżu zakładów pracy, ruchliwych ulic oraz parafii. Bankomaty będą obsługiwały karty VISA oraz Mastercard umożliwiając wypłaty gotówki zarówno członkom systemu SKOK jak i innym posiadaczom kart płatniczych wymienionych marek.

Plan Spółki zakłada że do końca roku 2009 zostanie zainstalowanych 380 urządzeń a po roku 2010 liczba maszyn wynosić będzie 600 sztuk. W przyszłości planowane jest rozszerzenie możliwości maszyn o następujące funkcje:

- depozyt gotówkowy
- drukowanie wyciągu
- przelewy predefiniowane
- płatności prepaid

Planowany harmonogram budowy sieci bankomatów

| Rok | 2008 | | | | 2009 | | | | 2010 | | | |
|-----------------------|------|----|-----|-----|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|
| | I | II | III | IV | I | II | III | IV | I | II | III | IV |
| Kwartal | | | | | | | | | | | | |
| Stan na koniec okresu | 0 | 50 | 110 | 160 | 210 | 270 | 330 | 380 | 430 | 490 | 550 | 600 |
| Przyrost w okresie | 0 | 50 | 60 | 50 | 50 | 60 | 60 | 50 | 50 | 60 | 60 | 50 |

Źródło: Prospekt emisyjny Spółki

POS'y

Plany Spółki zakładają rozbudowę sieci POS'ów w celu umożliwienia pełnej obsługi klientów w placówkach SKOK. Według przyjętego harmonogramu liczba zainstalowanych POS'ów ma wynieść 900 szt. w roku 2008, 1600 szt. w roku 2009 i 2000 szt. w kolejnych latach.

Obsługa przekazów pieniężnych

Działalność w tym pionie będzie nadal rozwijana w związku z przewidywanym rosnącym popytem związanym w dużej mierze z trwającą falą emigracji zarobkowej.

Nakłady na realizację strategii

W ramach wyżej wspomnianego projektu zakupiono już budynek zlokalizowany w Gdańsku przy ul. Arkońskiej, w którym skonfigurowano i posadowiono centralny system autoryzacyjny, do którego podłączone zostaną terminale samoobsługowe. Łączna wartość nakładów inwestycyjnych na budowę Centrum Obsługi Kart i Terminali wraz z nakładami na budowę contact center szacowana jest na 12,2 mln PLN. Do dnia zatwierdzenia prospektu poniesiono nakłady w wysokości 10,7 mln PLN. Pozostałe nakłady zostaną poniesione do końca I kwartału 2008 roku. Inwestycje te są finansowane ze środków własnych Spółki.

Łączna wartość planowanych w latach 2008-2010 nakładów inwestycyjnych na rozwój sieci bankomatów i POS'ów, poza wspomnianymi środkami na budowę COKiT, ma wynieść 47,4 mln PLN. Spółka planuje także wybudować w IV kwartale bieżącego roku zapasowe centrum COKiT. Nakłady na tą inwestycję, oraz moduł karty kredytowej, mają wynieść łącznie 2,6 mln PLN. Budowa sieci bankomatów zostanie sfinansowana środkami własnymi Spółki oraz środkami pochodzącymi z emisji akcji. Pozostałe nakłady inwestycyjne Zarząd Spółki planuje sfinansować ze środków własnych.

Bezpośrednie przeznaczenie środków z emisji to sfinansowanie nabycia i instalacji 380 bankomatów na terenach placówek SKOK.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Głównym akcjonariuszem TF SKOK jest Krajowa SKOK posiadająca 98,4% udziału w kapitale akcyjnym. W ramach oferty publicznej oprócz 10 000 000 akcji nowej emisji, zaoferowanych zostanie 5 000 000 akcji należących do KSKOK. Po zakończeniu oferty publicznej Kasa Krajowa utrzyma decydujący wpływ na TF SKOK. Jest to spowodowane wymogami prawnymi, zgodnie z którymi udział Kasy nie powinien spaść poniżej 50%.

Struktura akcjonariatu przed ofertą publiczną

| Wyszczególnienie | Liczba akcji | Udział w kapitale | Liczba głosów | Udział w głosach |
|-------------------------|--------------|-------------------|---------------|------------------|
| KSKOK | 42.090.290 | 98,4% | 42.090.290 | 98,4% |
| Pozostali akcjonariusze | 704.210 | 1,7% | 704.210 | 1,6% |
| Razem | 42.794.500 | 100,0% | 42.794.500 | 100,0% |

Źródło: Prospekt emisyjny Spółki

Struktura akcjonariatu po ofercie publicznej

| Wyszczególnienie | Liczba akcji | Udział w kapitale | Liczba głosów | Udział w głosach |
|-------------------------|--------------|-------------------|---------------|------------------|
| KSKOK | 37.090.290 | 70,3% | 37.090.290 | 70,3% |
| Pozostali akcjonariusze | 704.210 | 1,3% | 704.210 | 1,3% |
| Nowi akcjonariusze | 15.000.000 | 28,4% | 15.000.000 | 28,4% |
| Razem | 52.794.500 | 100,0% | 52.794.500 | 100,0% |

Źródło: Prospekt emisyjny Spółki

PROJEKCJA PRZYCHODÓW

Głównym czynnikiem odpowiedzialny za wzrost przychodów TF SKOK będzie tworzona obecnie sieć bankomatów oraz Centrum Obsługi Kart i Terminali. Właśnie ten segment będzie według nas odpowiedzialny za średnio 92% rocznego wzrostu przychodów Spółki w okresie szczegółowej prognozy. Szacujemy docelowy udział segmentu COKiT w całości przychodów na 87,5%. Na przychody z tytułu COKiT składają się opłaty za wydawanie i obsługę kart płatniczych, autoryzacje i rozliczanie płatności oraz obsługę systemu SKOK w zakresie sieci bankomatów oraz terminali POS.

W pierwszych latach okresu szczegółowej prognozy założymy intensywny wzrost przychodów osiąganych z transakcji Western Union w związku z historycznie wysoką dynamiką tego segmentu oraz trwającą falą emigracji zarobkowej. Przyjmiemy, że w późniejszym okresie poziom przychodów osiąganych z tej działalności będzie się stopniowo stabilizował. Na przychody w tym segmencie składają się opłaty za przetwarzanie transakcji przekazu pieniężnego.

W całym okresie szczegółowej prognozy założymy stały poziom przychodów z tytułu odsetek. Spółka negocjuje obecnie cesję lub wcześniejsze spłaty pożyczek, nie jest jednak w stanie określić, kiedy jej zaangażowanie ulegnie zmniejszeniu.

Zakładane przychody na lata 2008 - 2017

| Przychody [mln.PLN] | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| COKiT | 5,99 | 25,55 | 44,02 | 53,02 | 57,37 | 62,07 | 67,09 | 72,01 | 77,21 | 82,69 |
| Western Union | 4,45 | 5,81 | 6,84 | 7,98 | 8,62 | 9,14 | 9,59 | 9,98 | 10,28 | 10,48 |
| inne | 0,24 | 0,25 | 0,26 | 0,28 | 0,29 | 0,31 | 0,32 | 0,34 | 0,35 | 0,37 |
| pożyczki | 1,12 | 1,06 | 1,06 | 1,06 | 1,06 | 1,06 | 1,06 | 1,06 | 1,06 | 1,06 |
| razem | 11,80 | 32,67 | 52,18 | 62,33 | 67,34 | 72,57 | 78,06 | 83,38 | 88,90 | 94,60 |
| Struktura [%] | 2 008 | 2 009 | 2 010 | 2 011 | 2 012 | 2 013 | 2 014 | 2 015 | 2 016 | 2 017 |
| COKiT | 50,8% | 78,2% | 84,4% | 85,1% | 85,2% | 85,5% | 85,9% | 86,4% | 86,9% | 87,4% |
| Western Union | 37,7% | 17,8% | 13,1% | 12,8% | 12,8% | 12,6% | 12,3% | 12,0% | 11,6% | 11,1% |
| inne | 2,0% | 0,8% | 0,5% | 0,4% | 0,4% | 0,4% | 0,4% | 0,4% | 0,4% | 0,4% |
| pożyczki | 9,5% | 3,2% | 2,0% | 1,7% | 1,6% | 1,5% | 1,4% | 1,3% | 1,2% | 1,1% |
| razem | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Dynamika [%] | 2 008 | 2 009 | 2 010 | 2 011 | 2 012 | 2 013 | 2 014 | 2 015 | 2 016 | 2 017 |
| COKiT | 100,0% | 326,5% | 72,3% | 20,4% | 8,2% | 8,2% | 8,1% | 7,3% | 7,2% | 7,1% |
| Western Union | 95,0% | 30,8% | 17,6% | 16,7% | 8,0% | 6,0% | 5,0% | 4,0% | 3,0% | 2,0% |
| inne | 13,2% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| pożyczki | -38,5% | -5,7% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| razem | 173,5% | 177,0% | 59,7% | 19,5% | 8,0% | 7,8% | 7,6% | 6,8% | 6,6% | 6,4% |
| Marże [%] | 2 008 | 2 009 | 2 010 | 2 011 | 2 012 | 2 013 | 2 014 | 2 015 | 2 016 | 2 017 |
| Marża brutto na sprzedaży | -3,7% | 24,2% | 29,9% | 31,8% | 32,3% | 33,8% | 34,7% | 35,0% | 35,1% | 34,9% |
| Marża EBITDA | -24,6% | 23,8% | 33,3% | 35,8% | 36,0% | 35,3% | 34,6% | 34,0% | 33,3% | 32,7% |
| Marża EBIT | -43,3% | 8,5% | 19,6% | 22,8% | 23,9% | 25,6% | 26,7% | 27,2% | 27,4% | 27,4% |
| Rentowność brutto | -43,5% | 8,5% | 19,5% | 22,8% | 23,9% | 25,6% | 26,7% | 27,2% | 27,4% | 27,4% |
| Rentowność netto | -43,5% | 8,5% | 18,1% | 20,2% | 19,5% | 20,8% | 21,6% | 22,0% | 22,2% | 22,2% |

Źródło: Prospekt emisyjny Spółki

Zakładamy, że w 2008 roku Spółka wygeneruje stratę na poziomie zysku brutto na sprzedaży. Przyczyną będzie strata generowana przez segment COKiT. Koszty, jakie będą ponoszone w związku z funkcjonowaniem sieci bankomatów nie zostaną w pełni pokryte przez przychody w związku z faktem, iż średnia liczba obsługiwanych kart w tym okresie będzie niższa od progu rentowności. Przyjmiemy, że począwszy od roku 2009 działalność Spółki będzie rentowna na wszystkich poziomach.

HISTORIA I ROZWÓJ SPÓŁKI

Do końca 2006 roku podstawowa działalność Towarzystwa Finansowego SKOK obejmowała współpracę ze Spółdzielczymi Kasami Oszczędnościowo - Kredytowymi w zakresie udzielania pożyczek konsorcyjnych na cele mieszkaniowe dla członków SKOK. Kasy udzielały pożyczek na okres nie dłuższy niż 5 lat, natomiast TF SKOK udzielało pożyczek na okres od 5 do 15 lat. Z końcem roku 2006 Zarząd TF SKOK podjął decyzję o zaprzestaniu udzielania nowych pożyczek konsorcyjnych oraz o doprowadzeniu do wycofania kapitału zaangażowanego w tę działalność. Przyczyną tej decyzji była nowelizacja Ustawy o Spółdzielczych Kasach Oszczędnościowo-Kredytowych, znosząca ograniczenia czasowe nałożone na udzielane przez SKOK-i kredyty i pożyczki na cele mieszkaniowe dla swoich członków oraz potrzeby kapitałowe Spółki związane z realizacją przedsięwzięcia COKiT. Drugi obszar działalności Spółki, który będzie nadal rozwijany, to usługa przekazów środków pieniężnych realizowana przy współpracy ze Spółdzielczymi Kasami Oszczędnościowo-Kredytowymi. Spółka jest przedstawicielem Western Union Limited w zakresie usługi przekazów pieniężnych. Western Union Limited to międzynarodowy lider w dziedzinie przekazów pieniężnych, a zarazem jedna z najstarszych i najbardziej znanych firm, zajmujących się usługami finansowymi.

Historia Spółki:

- **Grudzień 1998 rok** powstanie Spółki pod firmą „Eureka” Sp. z o.o.
- **Czerwiec 2003 rok** zmiana nazwy na Towarzystwo Finansowe Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych Sp. z o.o.
- **Październik 2003 rok** podpisanie ze Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo-Kredytową pierwszej umowy w zakresie wspólnego udzielania pożyczek członkom SKOK.
- **Lipiec 2004 rok** przekształcenie w spółkę akcyjną.
- **Wrzesień 2004 rok** nabycie udziałów Przedsiębiorstwa Turystycznego SKOK Family Tours Sp. z o.o.
- **Grudzień 2004 rok** podpisanie umowy z Western Union Network Limited w zakresie oferowania Usług Przekazów Pieniężnych oraz pierwszej umowy przedstawicielstwa ze Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo-Kredytową o świadczeniu tych usług.
- **Luty 2005 rok** uruchomienie sprzedaży usług przekazu środków pieniężnych.
- **Czerwiec 2006** sprzedaż udziałów Przedsiębiorstwa Turystycznego SKOK Family Tours Sp. z o.o. Rozpoczęcie prac nad opracowaniem i wdrożeniem strategii rozwoju opartej o Centrum Obsługi Kart i Bankomatów oraz budowę sieci bankomatów.
- **Styczeń 2007 rok** rozpoczęcie budowy centrum autoryzacyjno-rozliczeniowego i podpisanie ze Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo-Kredytową pierwszej umowy cesji należności w zakresie udzielonych pożyczek konsorcyjnych.
- **Czerwiec 2007 rok** podjęcie uchwały przez Walne Zgromadzenie o emisji nowych akcji i przeprowadzeniu Oferty Publicznej, rozpoczęcie procesu negocjacji na wybór dostawców sprzętu i oprogramowania do COKiT i bankomatów.
- **Lipiec 2007 rok** podpisanie umowy z Krajową Spółdzielczą kasą Oszczędnościowo – Kredytową o współpracy na wydawanie i obsługę kart płatniczych dla członków SKOK.
- **Wrzesień 2007 rok** zawarcie ze SKOK im. F. Stefczyka umowy uczestnictwa w sieci bankomatów, umowa na wdrożenie systemu Prime and Online i umowa licencyjna z TSYs Card Tech Ltd., UK.
- **Grudzień 2007 rok** Nabycie od Fundacji na rzecz Polskich Związków Kredytowych prawa wieczystego użytkowania nieruchomości przy ulicy Arkońskiej 11 i 13 w Gdańsku oraz uruchomienie systemu autoryzacji i wydawania kart oraz obsługi bankomatów.

ANALIZA SWOT

MOCNE STRONY:

- Wyłączność na obsługę członków systemu SKOK w zakresie kart płatniczych
- Wysoki poziom kapitałów własnych
- Długoterminowe umowy zawarte z Western Union oraz poszczególnymi kasami SKOK
- Możliwość korzystania ze znaku „SKOK”
- Wysoki poziom technologiczny COKiT
- Szeroka i nowoczesna oferta produktowa

SŁABE STRONY:

- Brak doświadczenia Spółki w zakresie budowania i zarządzania siecią bankomatów
- Silne uzależnienie wyników Spółki od rozwoju systemu SKOK
- Częściowe uzależnienie wyników Spółki od pozycji Western Union na rynku przekazów pieniężnych

SZANSE:

- Wzrost popularności płatności bezgotówkowych
- Nasilanie się procesów emigracji zarobkowej
- Utrzymywanie się dobrej koniunktury gospodarczej i rosnąca zamożność Polaków
- Wzrost krajowego rynku kart płatniczych oraz przyrost liczby klientów systemu SKOK
- Wycofanie części kapitału zaangażowanego w pożyczki konsorcjalne i wykorzystanie go do finansowania rozwoju sieci bankomatów
- Wprowadzenie nowych usług

ZAGROŻENIA:

- Możliwe opóźnienia dotyczące rozruchu działalności w segmencie COKiT
- Możliwe nieterminowe regulowanie płatności z tytułu udzielonych kredytów konsorcjalnych oraz brak możliwości ich odsprzedaży
- Wprowadzenie usług "cashback" w sieciach sprzedaży detalicznej
- Zmiany prawa regulującego funkcjonowanie systemu bankowego i finansowego
- Nasilająca się presja na obniżanie cen usług finansowych

DANE FINANSOWE
Projekcje sprawozdań finansowych

| Bilans [mln PLN] | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa trwałe | 31,1 | 34,6 | 34,4 | 46,5 | 58,9 | 68,7 | 60,6 | 54,6 | 50,2 | 47,0 | 44,7 | 43,3 | 42,6 |
| Wartości niematerialne i prawne | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 11,7 | 10,2 | 8,6 | 7,0 | 5,4 | 4,2 | 3,2 | 2,5 | 1,9 | 1,5 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 0,2 | 0,4 | 17,6 | 22,5 | 36,5 | 47,9 | 41,4 | 37,0 | 33,8 | 31,5 | 30,0 | 29,1 | 28,8 |
| Inwestycje długoterminowe | 30,9 | 33,9 | 16,7 | 12,2 | 12,2 | 12,2 | 12,2 | 12,2 | 12,2 | 12,2 | 12,2 | 12,2 | 12,2 |
| Pozostałe pozycje | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Aktywa obrotowe | 3,0 | 10,3 | 19,6 | 20,4 | 11,4 | 11,6 | 32,7 | 45,7 | 58,8 | 71,6 | 84,0 | 96,2 | 108,2 |
| Zapasy | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 1,3 | 4,0 | 5,9 | 7,2 | 7,7 | 8,3 | 9,0 | 9,6 | 10,2 | 10,8 |
| Należności krótkoterminowe | 0,2 | 3,9 | 0,9 | 0,5 | 1,3 | 2,0 | 2,4 | 2,6 | 2,8 | 3,0 | 3,2 | 3,4 | 3,6 |
| Inwestycje krótkoterminowe | 2,7 | 6,3 | 18,0 | 18,0 | 5,5 | 3,1 | 22,4 | 34,7 | 47,1 | 59,0 | 70,5 | 81,9 | 93,1 |
| Pozostałe pozycje | 0,1 | 0,1 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Aktywa razem | 34,1 | 44,9 | 54,0 | 67,0 | 70,3 | 80,4 | 93,3 | 100,3 | 109,0 | 118,6 | 128,7 | 139,5 | 150,8 |
| | | | | | | | | | | | | | |
| Kapitał własny | 33,8 | 44,0 | 42,5 | 65,8 | 68,6 | 78,0 | 90,6 | 97,5 | 106,0 | 115,4 | 125,3 | 135,8 | 146,9 |
| Kapitał (fundusz) podstawowy | 32,8 | 42,8 | 42,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 |
| Kapitał (fundusz) zapasowy | 0,0 | 0,1 | 1,2 | 18,1 | 13,0 | 15,8 | 25,2 | 31,5 | 38,1 | 45,7 | 54,1 | 63,3 | 73,2 |
| Zysk (strata) netto | 1,0 | 1,1 | -1,6 | -5,1 | 2,8 | 9,5 | 12,6 | 13,1 | 15,1 | 16,9 | 18,4 | 19,7 | 21,0 |
| Zobowiązania i rezerwy | 0,3 | 0,9 | 11,6 | 1,2 | 1,8 | 2,3 | 2,6 | 2,8 | 3,0 | 3,2 | 3,4 | 3,6 | 3,8 |
| Rezerwy na zobowiązania | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 0,2 | 0,8 | 11,2 | 0,8 | 1,4 | 2,0 | 2,3 | 2,5 | 2,7 | 2,9 | 3,1 | 3,3 | 3,5 |
| Pasywa razem | 34,1 | 44,9 | 54,0 | 67,0 | 70,3 | 80,4 | 93,3 | 100,3 | 109,0 | 118,6 | 128,7 | 139,5 | 150,8 |

| Rachunek zysków i strat [mln PLN] | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 3,5 | 4,9 | 4,3 | 11,8 | 32,7 | 52,2 | 62,3 | 67,3 | 72,6 | 78,1 | 83,4 | 88,9 | 94,6 |
| Koszty produktów, tow. i mat. | 1,0 | 1,7 | 1,5 | 12,2 | 24,7 | 36,6 | 42,5 | 45,6 | 48,0 | 51,0 | 54,2 | 57,7 | 61,6 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 2,5 | 3,2 | 2,8 | -0,4 | 7,9 | 15,6 | 19,8 | 21,8 | 24,6 | 27,1 | 29,2 | 31,2 | 33,0 |
| Zysk (strata) na sprzedaży | 1,3 | 1,8 | -1,6 | -4,9 | 3,0 | 10,4 | 14,4 | 16,3 | 18,8 | 21,1 | 22,9 | 24,6 | 26,1 |
| Wynik pozostałej działalności operacyjnej | 0,1 | 0,0 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| Zysk z działalności operacyjnej | 1,4 | 1,8 | -1,6 | -5,1 | 2,8 | 10,2 | 14,2 | 16,1 | 18,6 | 20,8 | 22,7 | 24,4 | 25,9 |
| Wynik na działalności finansowej | -0,1 | -0,3 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk (strata) brutto | 1,2 | 1,5 | -1,5 | -5,1 | 2,8 | 10,2 | 14,2 | 16,1 | 18,6 | 20,8 | 22,7 | 24,4 | 25,9 |
| Zysk (strata) netto | 1,0 | 1,1 | -1,6 | -5,1 | 2,8 | 9,5 | 12,6 | 13,1 | 15,1 | 16,9 | 18,4 | 19,7 | 21,0 |

| CF [mln PLN] | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | 1,3 | 1,2 | 11,9 | -14,0 | 4,8 | -13,9 | 20,4 | 20,7 | 21,6 | 22,5 | 23,4 | 24,4 | 25,3 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -8,5 | -6,7 | -0,2 | -14,4 | -17,3 | -17,0 | -1,0 | -2,1 | -2,6 | -3,0 | -3,4 | -3,8 | -4,2 |
| Przepływy z działalności finansowej | 8,1 | 9,1 | 0,0 | 28,4 | -0,0 | 28,4 | -0,0 | -6,3 | -6,6 | -7,6 | -8,5 | -9,2 | -9,9 |
| Przepływy pieniężne netto | 0,9 | 3,6 | 11,7 | 0,1 | -12,5 | -2,4 | 19,3 | 12,3 | 12,4 | 11,9 | 11,6 | 11,3 | 11,2 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 1,8 | 2,7 | 6,3 | 18,0 | 18,0 | 5,5 | 3,1 | 22,4 | 34,7 | 47,1 | 59,0 | 70,5 | 81,9 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 2,7 | 6,3 | 18,0 | 18,0 | 5,5 | 3,1 | 22,4 | 34,7 | 47,1 | 59,0 | 70,5 | 81,9 | 93,1 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wybrane wskaźniki finansowe i rynkowe

| Dane finansowe | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------------------------|--------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody zmiana r/r | 171,6% | 177,0% | 59,7% | 19,5% | 8,0% | 7,8% | 7,6% | 6,8% | 6,6% | 6,4% |
| EBITDA zmiana r/r | 100,3% | -368,0% | 122,8% | 28,6% | 8,5% | 5,8% | 5,6% | 4,8% | 4,5% | 4,3% |
| EBIT zmiana r/r | 214,0% | -154,6% | 266,6% | 39,1% | 13,2% | 15,6% | 12,0% | 9,0% | 7,4% | 6,2% |
| Zysk netto zmiana r/r | 230,4% | -153,9% | 242,6% | 33,2% | 4,2% | 15,1% | 11,7% | 8,8% | 7,4% | 6,2% |
| Marża brutto na sprzedaży | -3,7% | 24,2% | 29,9% | 31,8% | 32,3% | 33,8% | 34,7% | 35,0% | 35,1% | 34,9% |
| Marża EBITDA | -24,6% | 23,8% | 33,3% | 35,8% | 36,0% | 35,3% | 34,6% | 34,0% | 33,3% | 32,7% |
| Marża EBIT | -43,3% | 8,5% | 19,6% | 22,8% | 23,9% | 25,6% | 26,7% | 27,2% | 27,4% | 27,4% |
| Marża brutto | -43,5% | 8,5% | 19,5% | 22,8% | 23,9% | 25,6% | 26,7% | 27,2% | 27,4% | 27,4% |
| Marża netto | -43,5% | 8,5% | 18,1% | 20,2% | 19,5% | 20,8% | 21,6% | 22,0% | 22,2% | 22,2% |
| COGS / przychody | 103,7% | 75,8% | 70,1% | 68,2% | 67,7% | 66,2% | 65,3% | 65,0% | 64,9% | 65,1% |
| SG&A / przychody | 37,7% | 15,0% | 9,8% | 8,6% | 8,1% | 7,9% | 7,7% | 7,5% | 7,4% | 7,3% |
| SG&A / COGS | 36,3% | 19,8% | 14,0% | 12,6% | 12,0% | 11,9% | 11,8% | 11,6% | 11,4% | 11,2% |
| ROE | -7,8% | 4,0% | 12,1% | 13,9% | 13,5% | 14,3% | 14,6% | 14,7% | 14,5% | 14,3% |
| ROA | -7,7% | 3,9% | 11,8% | 13,5% | 13,1% | 13,9% | 14,2% | 14,3% | 14,2% | 13,9% |
| Dług netto [mln PLN] | -18,0 | -5,5 | -3,1 | -22,4 | -34,7 | -47,1 | -59,0 | -70,5 | -81,9 | -93,1 |
| EV | 119,2 | 131,8 | 134,2 | 114,9 | 102,6 | 90,2 | 78,3 | 66,7 | 55,4 | 44,2 |
| CAPEX / Przychody | 160,1% | 53,1% | 32,5% | 1,6% | 3,2% | 3,6% | 3,8% | 4,1% | 4,3% | 4,5% |
| CAPEX / Amortyzacja | 859,6% | 346,7% | 237,9% | 12,3% | 26,1% | 36,8% | 48,2% | 60,3% | 72,5% | 85,1% |
| Amortyzacja / Przychody | 18,6% | 15,3% | 13,7% | 13,0% | 12,1% | 9,7% | 7,9% | 6,7% | 5,9% | 5,3% |
| Zmiana KO / Przychody | -0,6% | 9,7% | 4,3% | 2,4% | 0,9% | 0,9% | 0,9% | 0,8% | 0,8% | 0,8% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -1,0% | 15,2% | 11,5% | 14,5% | 12,5% | 12,5% | 12,5% | 12,5% | 12,5% | 12,5% |

| Wskaźniki rynkowe | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| MC/S | 11,6 | 4,2 | 2,6 | 2,2 | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 1,6 | 1,5 | 1,5 |
| P/E | -26,8 | 49,7 | 14,5 | 10,9 | 10,4 | 9,1 | 8,1 | 7,5 | 7,0 | 6,5 |
| P/BV | 2,1 | 2,0 | 1,8 | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 |
| P/CE | -46,8 | 17,7 | 8,3 | 6,6 | 6,5 | 6,2 | 5,9 | 5,7 | 5,5 | 5,3 |
| EV/EBITDA | -41,0 | 16,9 | 7,7 | 5,1 | 4,2 | 3,5 | 2,9 | 2,4 | 1,9 | 1,4 |
| EV/EBIT | -23,4 | 47,3 | 13,1 | 8,1 | 6,4 | 4,9 | 3,8 | 2,9 | 2,3 | 1,7 |
| EV/S | 10,1 | 4,0 | 2,6 | 1,8 | 1,5 | 1,2 | 1,0 | 0,8 | 0,6 | 0,5 |
| FCF/EV | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,5 |

*wskaźniki obliczone przy cenie 1 akcji na poziomie 3,0 PLN

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

INFORMACJE DOTYCZĄCE PUBLICZNEJ OFERTY

W ramach oferty publicznej zostanie zaoferowanych 10 mln akcji nowej emisji oraz 5 mln akcji oferowanych przez KSKOK. W transzy indywidualnej znajdzie się 7 mln akcji natomiast pozostałe 8 mln zasili transzę instytucjonalną. Cena maksymalna wynosi 3,0 PLN za akcję.

Harmonogram oferty

- | | |
|--------------------|--|
| • 14 kwietnia 2008 | początek procesu bookbuilding |
| • 15 kwietnia 2008 | zakończenie procesu bookbuilding |
| • 16 kwietnia 2008 | rozpoczęcie przyjmowania zapisów w transzach: indywidualnej i instytucjonalnej |
| • 21 kwietnia 2008 | zakończenie przyjmowania zapisów w transzy Indywidualnej |
| • 22 kwietnia 2008 | zakończenie przyjmowania zapisów w transzy Instytucjonalnej |
| • 28 kwietnia | przydział akcji oferowanych i ostateczny termin zakończenia oferty publicznej |

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI

Maciej Bobrowski
Dyrektor Wydziału Analiz i Informacji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.com.pl

Andrzej Kubacki
Referent ds. analiz
tel. (032) 20-81-432
e-mail: kubacki@bdm.com.pl

Krzysztof Pado
Referent ds. analiz
tel. (032) 20-81-438
e-mail: pado@bdm.com.pl

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
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
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku na działalności operacyjnej powiększonego o amortyzację
P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
ROA - stosunek zysku netto do aktywów
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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Klauzule:

Niniejszy raport skierowany jest do inwestorów obsługiwanych przez BDM, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów.

Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

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 sprawdzą się.

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 i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

BDM pełni funkcję oferującego planowanej emisji akcji spółki. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BDM był stroną umów z zakresu bankowości inwestycyjnej. Inwestor powinien zakładać, że BDM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport. 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 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

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.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Beskidzki Dom Maklerski posiada pełne prawa autorskie do powyższego opracowania. Nieuprawnione powielanie, dystrybuowanie jest zakazane.

*Opracowanie zostało przygotowane przez BDM SA na podstawie ogólnodostępnych informacji z wiarygodnych źródeł, ale **nie może być traktowane jako rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji**. Zawarte w nim opinie i komentarze są odzwierciedleniem poglądów oraz wiedzy autorów i nie powinny być inaczej interpretowane. BDM SA nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu.*

Dział Analiz i Informacji Beskidzkiego Domu Maklerskiego S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096, Katowice, tel.: 032 208 14 12, fax.: 032 208 14 02

Beskidzki Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Bielsku – Białej, ul. Stojalowskiego 27, 43-300 Bielsko-Biała
tel. 033/ 812-84-40, fax.033/812-84-42, NIP 547-02-44-972, REGON 070425363