



Qumak-Sekom

IPO

Dane podstawowe (po emisji)*

wycena (PLN)	9,38
wycena DCF (PLN)	9,92
wycena porów naw cza (PLN)	8,84
kapitalizacja (mln PLN)	116,08
EV (mln PLN)	92,82
liczba akcji (tys. szt.)	12 375
free float	89%
free float (mln PLN)	103,78

Akcjonariat (przed emisją) % akcji i głosów

NFI Magna Polonia	74,9%
Zarząd	10,2%
Pozostali	14,9%

Akcjonariat (po emisji)* % akcji i głosów

Inwestorzy giełdowi	78,8%
Zarząd	10,6%
Pozostali	10,6%

* przy założeniu maksymalnej emisji publicznej (2,5 mln akcji) oraz emisji prywatnej i pierwszego etapu realizacji programu menedżerskiego (razem 325 tys. akcji)

Obszar działalności i pozycja rynkowa

Qumak-Sekom to jeden z wiodących polskich integratorów technologii informatycznych. Spółka prowadzi działalność w trzech obszarach: integracji systemowej, integracji aplikacji biznesowych oraz systemach automatyki budynków. W każdym z tych obszarów wyodrębnione zostały kierunki, w których ze względu na posiadane unikalne kompetencje i zespoły ekspertów firma zdobyła bardzo silną pozycję na rynku. Należą do nich: bezpieczeństwo IT, systemy CRM i Contact Center oraz nowoczesne systemy monitoringu i bezpieczeństwa.

Przewagi konkurencyjne

Q-S koncentruje swoją działalność na trzech precyzyjnie określonych i synergicznych obszarach biznesowych. Ponadto spółka ma unikalny dla firm informatycznych model biznesowy polegający na wykorzystaniu kompetencji z obszaru IT w działalności na bardzo perspektywicznym rynku budownictwa komercyjnego. Atutem Q-S jest także szerokie grono lojalnych klientów, a wysoki udział własnych rozwiązań stanowi skuteczną barierę wejścia dla potencjalnych konkurentów.

Perspektywy rozwoju

Perspektywy rozwoju rynku IT w Polsce są wciąż bardzo dobre. Specjaliści badający ten rynek są zgodni, że w okresie najbliższych kilku lat rynek powinien rosnąć średniorocznie o ok. 13-19%. W obszarach zidentyfikowanych przez Q-S jako kluczowe spodziewamy się dynamiki przewyższającej szacunki średnie. Najbardziej perspektywiczny jest w naszej ocenie rynek automatyki budynkowej, czemu sprzyjać będzie dynamiczny rozwój rynku nieruchomości komercyjnych oraz wzrost popytu na specjalistyczne rozwiązania tworzone na potrzeby konkretnych klientów (np. centra przetwarzania danych czy systemy monitorujące ruch). W segmencie aplikacji biznesowych spodziewamy się dużego zapotrzebowania na systemy wspomagające kontakty z klientem, w tym np. contact center. Sporządzone przez nas prognozy zakładają bardzo dynamiczny wzrost przychodów w roku 2006 (głównie ze względu na zwiększenie sprzedaży w segmencie automatyki budynkowej). W kolejnych latach wzrost będzie słabszy, jednak zwiększą się marże. W okresie 2006-2008 prognozujemy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie ok. 25%, a zysku netto o 40%.

Wycena

Qumak-Sekom wyceniliśmy dwiema metodami: DCF oraz porównawczą. W modelu DCF wzięliśmy pod uwagę zarówno nową emisję publiczną (2,5 mln akcji), jak i emisję prywatną oraz pierwszą część programu menedżerskiego (razem 325 tys. nowych akcji). Wyceny porównawczej dokonaliśmy względem wybranych krajowych oraz zagranicznych firm IT. Wartość spółki na 1 akcję wynikająca z modelu DCF to 9,92 zł, natomiast z wyceny porównawczej 8,84 zł.

Skonsolidowane dane finansowe

mln PLN	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Sprzedaż	104,07	113,47	114,11	180,11	187,86	201,28
EBITDA	3,61	4,07	5,66	7,68	8,47	10,11
EBIT	2,24	2,71	4,20	6,18	6,90	8,49
Zysk netto	1,93	2,42	3,18	4,77	6,04	7,18
EPS (PLN)	0,28	0,35	0,45	0,48	0,60	0,69
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS (PLN)	0,48	0,55	0,66	0,63	0,75	0,85
P/E	33,5	26,7	20,8	19,4	15,7	13,6
P/BV	6,70	5,88	5,03	2,41	2,13	1,88
EV/EBITDA	25,7	22,8	16,4	12,1	11,0	9,2

P - prognoza BDM PKO BP S.A.

wskazniki liczone dla wartości 1 akcji z wyceny BDM PKO BP

Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A.

ul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00

Analityk:

Michał Sztabler

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

e-mail: michal.sztabler@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy BDM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

I. Spis treści

I. Spis treści	2
II. Podsumowanie inwestycyjne.....	3
III. Wycena	4
1. Podsumowanie	4
2. Model DCF	4
3. Wycena porównawcza	5
IV. Założenia i cele emisji	6
1. Struktura akcjonariatu	6
2. Struktura emisji	6
3. Cele emisji	7
V. Charakterystyka spółki Qumak-Sekom	7
1. Historia	7
2. Przedmiot działalności	8
a) Pion Integracji Systemowej	8
b) Pion Aplikacji Biznesowych	9
c) Pion Technologii Inteligentnego Budynku	9
3. Sezonowość	9
4. Konkurencja	10
5. Strategia rozwoju	10
VI. Charakterystyka rynku i pozycja rynkowa Qumak-Sekom	11
1. Polski rynek IT	11
2. Rynki niszowe	11
VII. Wyniki finansowe	13
1. Struktura sprzedaży i uzyskiwane marże	13
2. Backlog i potencjalne kontrakty	14
4. Prognozy finansowe	15

II. Podsumowanie inwestycyjne

1. *Atuty*

- a) Bezpieczna strategia biznesowa, polegająca na prowadzeniu działalności w trzech synergicznych, ale odrębnych pionach biznesowych
- b) Koncentracja na segmentach rynku informatycznego charakteryzujących się ponadprzeciętną dynamiką wzrostu oraz unikalne dla firm IT powiązanie kompetencji z obszaru IT z działalnością na bardzo perspektywicznym rynku budownictwa komercyjnego.
- c) Wysoki udział sprzedaży własnych rozwiązań opartych na oprogramowaniu renomowanych firm zagranicznych, co stanowi poważną barierę wejścia dla potencjalnych konkurentów
- d) Wieloletnie doświadczenie we wdrażaniu kompleksowych rozwiązań informatycznych dające efekt w postaci szerokiego grona lojalnych klientów
- e) Po emisji akcji serii I (emisja publiczna) oraz sprzedaży całego pakietu przez NFI Magna Polonia, w obrocie giełdowym znajdować się będzie 100% walorów spółki, z czego w rękach inwestorów giełdowych aż 80%. Ułatwia to ewentualne przejęcie spółki.

2. *Ryzyka*

- a) Rosnąca konkurencja ze strony tworzących się silnych grup kapitałowych w branży IT. W obszarze automatyki budynkowej, oprócz firm informatycznych operujących na tym rynku, Q-S rywalizuje również ze spółkami budowlanymi posiadającymi kompetencje w tej dziedzinie.
- b) Duża sezonowość (ok. 40% przychodów realizowanych w IV kwartale) charakterystyczna dla spółek informatycznych
- c) Rosnące zapotrzebowanie na specjalistów z branży IT, przy ograniczonej podaży wysoko wykwalifikowanych pracowników stwarza ryzyko utraty kluczowych pracowników. Skutkiem tego może być niemożność realizowania kontraktów lub realizowanie ich przy niższej marży (spółka będzie musiała więcej płacić za pozyskanie nowych specjalistów z rynku lub w szerszym zakresie korzystać z usług zewnętrznych wykonawców). Spółka próbuje ograniczyć to ryzyko poprzez program opcji menedżerskich, którym objętych zastania 22 kluczowych pracowników Qumak-Sekom.
- d) Ryzyko podaży akcji ze strony osób, które w przeszłości nabyły akcje po cenie niższej niż cena emisyjna lub mają prawo do nabycia akcji kolejnych emisji po cenach preferencyjnych. Oprócz akcji należących do NFI Magna Polonia (które mają zostać w całości sprzedane w trakcie planowanej oferty publicznej), ok. 1.050 tys. akcji będących w posiadaniu Zarządu oraz ok. 800 tys. akcji należących do innych osób fizycznych było nabywanych po cenach niższych niż spodziewana cena emisyjna. Zarząd zapowiedział 18-miesięczny lock-up na posiadane, z wyłączeniem 400 tys. akcji (tj. po 100 tys. na każdego z członków Zarządu), na które obowiązuje 8-miesięczny zakaz sprzedaży. Tak więc wspomniane ryzyko dotyczy się ok. 800 tys. walorów (8% kapitału po emisji).
- e) W przypadku nieobjęcia przez inwestorów całego oferowanego pakietu akcji należącego do NFI Magna Polonia, istnieje ryzyko podaży akcji z strony Funduszu w przyszłości.

III. Wycena

1. Podsumowanie

Wyceny różnymi metodami dały wyniki w przedziale: 8,7-9,9 zł za 1 akcję. Wyższe wartości otrzymaliśmy w modelu DCF, który odzwierciedla potencjał wzrostu spółki w dłuższym terminie.

Metoda	Waga	Wartość 1 akcji
Wycena DCF	50%	9,92
Porównanie do spółek polskich	25%	8,93
Porównanie do spółek zagranicznych	25%	8,75
ŚREDNIA		9,38

Źródło: BDM PKO BP S.A.

2. Model DCF

Model DCF oparliśmy na naszych prognozach, których założenia zaprezentowane zostały w części dotyczącej prognoz finansowych, pod koniec niniejszego raportu.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prognozowana wartość FCF										
EBIT	6 183	6 901	8 493	9 463	10 514	11 125	11 686	12 270	12 878	13 423
efektywna stopa podatkowa (proc.)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
opodatkowanie EBIT	1 175	1 311	1 614	1 798	1 998	2 114	2 220	2 331	2 447	2 550
NOPLAT	5 008	5 590	6 880	7 665	8 516	9 011	9 466	9 939	10 431	10 873
amortyzacja (tys. zł)	1 498	1 572	1 612	1 652	1 693	1 736	1 779	1 824	1 869	1 916
CAPEX (tys. zł)	1 607	1 647	1 730	1 773	1 817	1 863	1 909	1 957	2 006	2 056
inwestycje w kapitał obrotowy (tys. zł)	14 815	10 303	2 888	2 643	2 811	1 857	1 646	1 703	1 762	1 499
FCF (tys. zł)	-9 916	-4 788	3 873	4 902	5 582	7 027	7 689	8 102	8 532	9 233
Kalkulacja WACC										
kapitały własne do kapitałów [E/(D+E)]	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
dług oprocentowany do kapitałów [D/(D+E)]	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
inflacja średnioroczna (proc.)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
premia rynkowa kapitału własnego (proc.)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
koszt długu przed opodatkowaniem (proc.)	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
koszt długu po opodatkowaniu (proc.)	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
koszt kapitału własnego (proc.)	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
WACC	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Wycena										
DFCF (tys. zł)	-9 452	-4 148	3 051	3 510	3 634	4 159	4 137	3 963	3 794	3 732
Suma DFCF (tys. zł)	16 380									
wartość rezydualna (tys. zł)	139 430									
zdyskontowana wart. rezyd. (tys. zł)	53 756									
wartość DCF (tys. zł)	70 136									
dług netto (tys. zł)	-3 263									
środki z emisji	20 000									
wartość operacyjna (tys. zł)	93 399									
liczba akcji (tys.)	9 875									
Wartość 1 akcji na 01.01.06 (PLN)	9,46									
Wartość 1 akcji na 05.07.06 (PLN)	9,92									

Źródło: BDM PKO BP S.A.

realna stopa wzrostu FCF po roku 2015 (%)

3

W wyliczeniach WACC zastosowaliśmy te same parametry, jakie przyjęliśmy dla wszystkich wycenianych metodą DCF spółek, czyli:

- stopa wolna od ryzyka 5%;
- premia za ryzyko 5%;
- beta równa 1.

W naszym modelu uwzględniliśmy wpływy z emisji publicznej, emisji prywatnej dla członków Zarządu oraz I etapu realizacji Programu Motywacyjnego uwarunkowanego pozytywnym zakończeniem emisji publicznej i debiutem Q-S na GPW. Zakładamy, że skoro emisja dojdzie do skutku, to uruchomienie tej części programu motywacyjnego jest pewne. Łączna ilość nowych akcji wynosi 2.825 tys. walorów, a wpływy netto przyjęliśmy na poziomie 20 mln zł.

Ostatecznie otrzymana wycena to 9,92 zł na 1 akcję.

b) Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą oparliśmy na dwóch grupach porównawczych: notowanych na GPW wybranych spółkach informatycznych oraz zagranicznych spółkach IT (tylko z rynku europejskiego). Wzięliśmy pod uwagę okres 2005-2007 oraz wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA. Najmniejszą wagę przyłożyliśmy do roku 2005, gdyż wskaźniki bazujące na wynikach 2005 mają charakter historyczny. W pozostałych przypadkach wagi są jednakowe. Jednakowo potraktowaliśmy wyceny bazujące na wskaźnikach P/E jak i EV/EBITDA. Wyceny na akcję uwzględniają rozwodnienie kapitału w poszczególnych latach: 2005r - 7.050 tys. akcji, 2006r - 9.875 tys. akcji (stara ilość + 2.500 tys. z emisji publicznej + 25 tys. z emisji prywatnej + 300 tys. z programu motywacyjnego), 2007r - 10.125 (liczba akcji z 2006r + 250 tys. z programu motywacyjnego).

Ostatecznie wyceny uzyskane z obu grup porównawczych dają bardzo podobne wartości, tj. 81-82 mln zł (8,75-8,93 zł na 1 akcję).

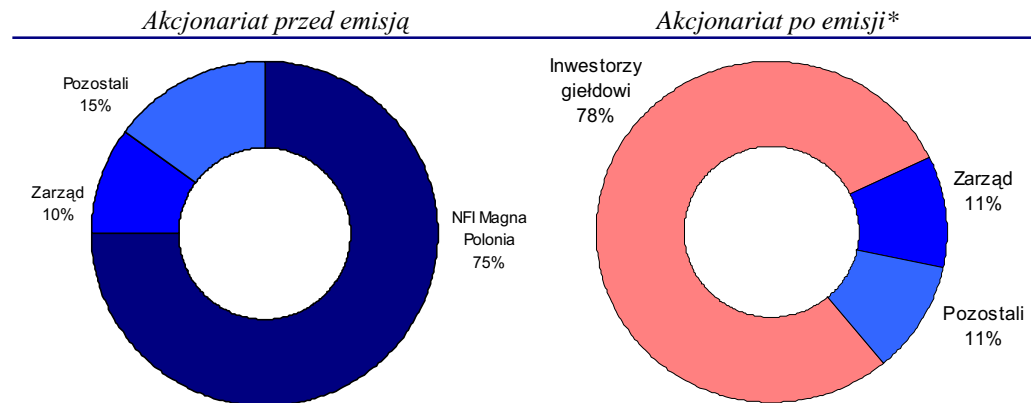
Firma	Ticker	Kraj	Waluta	Mkt Cap	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
					2005	2006P	2007P	2005	2006P	2007P
Prokom	PKM PW	Polska	PLN	1 801	21,8	16,1	14,1	8,7	7,4	6,7
Computerland	CPL PW	Polska	PLN	729	63,8	21,5	12,8	11,3	8,8	6,7
Softbank	SFT PW	Polska	PLN	914	21,7	16,1	13,5	14,7	12,0	10,7
Comarch	CMR PW	Polska	PLN	1 053	38,6	28,3	25,6	26,9	21,7	17,2
SAP	SAP GR	Niemcy	EUR	52 032	34,0	27,5	23,0	17,8		
Cap Gemini	CAP FP	Francja	EUR	5 910	42,0	24,1	18,7	8,7	6,0	5,1
Dassault Systemes	DSY FP	Francja	EUR	4 839	31,0	24,6	21,2	19,7	14,8	12,8
Sage Group	SGE LN	Wlk. Bryt.	GBP	2 997	20,9	18,2	16,4	13,5	14,2	13,0
Atos Origin	ATO FP	Francja	EUR	3 466	14,7	12,6	11,5	7,5	6,7	6,3
TomTom	TOM2 NA	Holandia	EUR	3 365	22,2	17,4	14,5	14,8	9,9	8,5
LogicaCMG	LOG LN	Wlk. Bryt.	GBP	2 017	23,8	17,2	14,3	13,7	8,8	7,7
Business Objects	BOB FP	Francja	EUR	2 086	27,0	18,0	16,1	17,8	10,5	8,7
Indra Sistemas	IDR SM	Hiszpania	EUR	2 229	21,6	19,2	17,1	14,7	12,8	11,5
Tietoener	TIE1V FH	Finlandia	EUR	1 732	13,0	15,4	12,9	11,4	11,2	10,0
Misys	MSY LN	Wlk. Bryt.	GBP	1 148	79,6	16,2	14,7	12,8	13,0	12,8
Getronics	GTN NA	Holandia	EUR	1 041	21,5	18,9	11,9	6,2	8,0	7,3
WM-data	WMB SS	Szwecja	SEK	9 245	30,4	15,3	13,5	19,2		
Mediana - kraj					30,2	18,8	13,8	13,0	10,4	8,7
Implikowane MC					96	90	83	73	80	74
Liczba akcji Q-S S.A. [mln szt]					7,050	9,875	10,125	7,050	9,875	10,125
Implikowana wartość 1 akcji					13,6	9,1	8,2	10,4	8,1	7,3
Waga wskaźnika					10%	20%	20%	10%	20%	20%
Średnia ważona wycena										82
Wartość na 1 akcję										8,93
Mediana - zagranica					23,8	18,0	14,7	13,7	10,5	8,7
Implikowane MC					76	86	89	77	81	74
Liczba akcji Q-S S.A. [mln szt]					7,050	9,875	10,125	7,050	9,875	10,125
Implikowana wartość 1 akcji					10,7	8,7	8,8	11,0	8,2	7,3
Waga wskaźnika					10%	20%	20%	10%	20%	20%
Średnia ważona wycena										81
Wartość na 1 akcję										8,75

Źródło: BDM PKO BP S.A., Bloomberg. Notowania z dnia 04.07.2006r

IV. Założenia i cele emisji

1. Struktura akcjonariatu

Obecnie kapitał zakładowy dzieli się na 7.050.082 akcji, z czego 5.277.156 akcji (74,85%) znajduje się w posiadaniu NFI Magna Polonia, a w rękach pozostałych inwestorów (w tym również członków Zarządu) jest 25,15%. W wyniku planowanej sprzedaży całego pakietu przez NFI Magna Polonia oraz nowych emisji o łącznej wielkości 2.825 tys. akcji, inwestorzy giełdowi kontrolować będą 75% spółki. Będzie to więc spółka o jednym z najwyższych współczynników akcji w wolnym obrocie (free float) spośród giełdowych firm IT. Tym samym stanie się łatwym potencjalnym obiektem przejęcia.



* przy założeniu uplasowania nowej emisji na maksymalnym poziomie (2.500 tys. szt), wyjścia NFI z całego pakietu akcji spółki (5.277 tys. szt), objęciu przez Zarząd emisji prywatnej (25 tys. szt) oraz realizacji I etapu Programu Motywacyjnego (300 tys. szt)

Źródło: Qumak-Sekom SA

2. Struktura emisji

Qumak-Sekom planuje podwyższyć kapitał poprzez emisję 2.500 tys. nowych akcji. Ponadto cały posiadany pakiet, 5.277 tys. akcji, zamierza zbyć NFI Magna Polonia. Łącznie do inwestorów giełdowych trafić ma 7.777 tys. akcji.

Dodatkowo przewidziana jest emisja 25 tys. akcji, które zostaną wydane 4 członkom zarządu Q-S (po 6.250 szt.) jako swoista premia za dotychczasowe osiągnięcia oraz w celu trwalszego ich związania ze spółką. Cena emisyjna tych akcji ma być równa wartości nominalnej, tj. 1 z ł. Akcje te stanowić będą ok. 0,25% kapitału (z uwzględnieniem akcji serii I i J), co nie wpływa istotnie na rozwodnienia i tym samym na wycenę akcji.

WZA Qumak-Sekom zatwierdziło również Program Motywacyjny dla Zarządu oraz kadry kierowniczej (emisja 800 tys. akcji). Cena emisyjna również ma wynieść 1 zł. W pierwszym etapie 4 członkom Zarządu zostanie zaoferowane 300 tys. akcji, pod warunkiem, że powiedzie się oferta publiczna i spółka wejdzie na GPW (sąd zarejestruje podwyższenie kapitału) oraz udział NFI Magna Polonia spadnie poniżej 1.344.290 akcji. Pozostała część (500 tys. akcji) podzielona ma zostać między Zarząd i kadrę kierowniczą, a warunkiem otrzymania papierów będą wyniki osiągnięte w latach 2006 i 2007. Akcje te przydzielone będą uprawnionym osobom, o ile: w 2006r EBITDA wzrośnie o 25% w stosunku do 2005r, a w 2007r EBITDA wzrośnie o 20% w stosunku do 2006r. Jeśli w 2006r spółka nie osiągnie założonego poziomu dynamiki wskaźnika EBITDA, nieprzydzielone akcje mogą zostać wydane osobom uprawnionym w roku następnym, jednak pod warunkiem uzyskania dynamiki 2007/2005 na poziomie min. 50%. Akcje te stanowić będą 7,7% kapitału (po uwzględnieniu wszystkich wymienionych wcześniej emisji). Powyższy program ma naszym zdaniem bardziej charakter wynagrodzeniowy niż motywacyjny, gdyż prawdopodobieństwo realizacji większości warunków jest bardzo wysokie (np. wejście na GPW, czy osiągnięcie 25-proc. dynamiki EBITDA w 2006r).

3. Cele emisji

Głównym celem, na jaki zamierza Q-S przeznaczyć środki z emisji jest zwiększanie kapitału obrotowego w związku z dynamicznym rozwojem segmentu automatyki budynkowej. Z uwagi na fakt, iż działalność ta prowadzona jest na styku informatyki z budownictwem, charakteryzuje się wyższą niż tradycyjny biznes IT kapitałochłonnością (wyższe zapasy, dłuższe okresy realizacji kontraktów oraz dłuższe terminy spływu należności). Obecnie Qumak finansuje swoją działalność z kapitałów własnych (24 mln zł na 31.03.2006r) wspomaganych kredytem w rachunku (limit 7 mln zł). Po wyłączeniu części zużytkowanej na pokrycie wartości aktywów trwałych oraz niezbędnego zabezpieczenia magazynowego i płynnościowego (gotówka), a także kwot zablokowanych jako zabezpieczenie trwających kontraktów, dostępny kapitał obrotowy wynosi 21 mln zł. Taki poziom środków przy wykorzystaniu wszelkich możliwości odroczenia płatności dostawcom pozwala na zrealizowanie sprzedaży rocznej w wysokości ok. 100-110 mln zł. Tymczasem plany spółki na ten rok wskazują na wzrost przychodów do 180 mln zł, przy jednoczesnym zwiększeniu udziału kapitałochłonnego segmentu Technologii Inteligentnego Budynku. A zważywszy na dynamiczny rozwój tego biznesu, jego udział powinien się dalej powiększać. Według spółki, zwiększenie sprzedaży przez ten pion o 10 mln zł powoduje wzrost zapotrzebowania na kapitał w wysokości 3 mln zł.

Planowany na ten rok wzrost sprzedaży łącznie o 65 mln zł wymaga zwiększenia środków obrotowych o ok. 16 mln zł. Jeśli spółce udałoby się pozyskać z emisji więcej kapitału, zostanie on tymczasowo wykorzystany na poprawę warunków zakupu towarów i usług od dostawców. Obecnie Qumak korzysta z odroczonej terminowości płatności na poziomie 14-90 dni. Skrócenie tego terminu powoduje obniżenie ceny zakupu o 0,5-5%. Tak więc przeznaczenie części środków z emisji na skrócenie terminów płatności będzie skutkowało poprawą marż na kontraktach. Ponadto sezonowość IV kwartału, charakterystyczna dla branży IT, powoduje ograniczenie dostępności niektórych towarów w dystrybucji. W takiej sytuacji płatność przy dostawie może być ważkim argumentem pozwalającym na otrzymanie towaru w pierwszej kolejności i uzyskanie tym samym przewagi konkurencyjnej wobec innych firm IT.

Spółka nie wyklucza też akwizycji, choć jak do tej pory nie są prowadzone w tej sprawie żadne rozmowy. Jeśli w przyszłości miałyby dojść do takich transakcji, dotyczyć one będą podmiotów wspierających kompetencje spółki w dotychczasowych obszarach biznesu a nie budowa kolejnych.

V. Charakterystyka spółki Qumak-Sekom S.A.

Qumak-Sekom to jeden z wiodących polskich integratorów technologii informatycznych. Model biznesowy spółki opiera się na zdwyersyfikowanej strukturze przychodów realizowanych w oparciu o trzy kluczowe segmenty działania: integrację systemową, integrację aplikacji biznesowych oraz systemy automatyki budynków.

1. Historia

Spółka w swoim obecnym kształcie wywodzi się bezpośrednio z dwóch firm informatycznych: Qumak-International Sp. z o.o. oraz Sekom S.A., do których dołączone zostały później firmy Gandalf Polska Sp. z o.o. i Blue Bridge Sp. z o.o.

Dwa filary, czyli Qumak i Sekom, to firmy specjalizujące się w integracji systemów IT, z czego warszawski Sekom był przede wszystkim integratorem hardware'owym (dostawa sprzętu + budowa sieci), natomiast krakowski Qumak poszedł w kierunku rozwiązań systemowych i aplikacyjnych (w tym także systemów ERP obcych dostawców). Sekom rozbudowywał swoje kompetencje głównie poprzez akwizycje. Jako pierwszy, w 1998r przejęty został Gandalf (spółka posiadająca duże doświadczenie w zakresie budowy rozległych sieci teleinformatycznych). W tym samym roku grupa powiększyła się jeszcze o Blue Bridge (specjalizujący się w bezpieczeństwie systemów informatycznych) oraz doszło do przejęcia udziałów w Qumaku. 2 lata później nastąpiło połączenie Qumaka z Gandalfem oraz Blue Bridge, natomiast w 2002 roku połączyły się Sekom i Qumak. W wyniku tych połączeń powstała istniejąca obecnie firma Qumak-Sekom S.A.

2. *Przedmiot działalności*

a) *Pion Integracji Systemowej (PIS)*

Integracja systemowa polega na połączeniu, według autorskiej koncepcji, różnych systemów i różnego typu sprzętu komputerowego w jeden spójny system informatyczny, spełniający określone wymagania klienta. Działalność ta jest historycznie najstarszym obszarem biznesowym spółki i wywodzi się z doświadczeń Sekomu. W ofercie spółki znajdują się przede wszystkim:

- Projektowanie i budowa sieci informatycznych (LAN, WAN, MAN)
- Systemy zarządzania siecią,
- Systemy bezpieczeństwa IT,
- Systemy multimedialne (w tym systemy do wideokonferencji).

Rynek bezpieczeństwa IT z uwagi na rosnące znaczenie systemów informatycznych w działalności poszczególnych przedsiębiorstw ma przed sobą bardzo dobre perspektywy. Spółka kładzie szczególny nacisk na rozwój tego obszaru biznesowego, zarówno pod kątem zapewnienia bezpieczeństwa systemom informatycznym klientów, jak i dokonywania działań audytorskich dotyczących już istniejących sieci informatycznych. Z kolei rynek systemów multimedialnych znajduje się na początkowym etapie rozwoju. Zarząd spółki widzi jednak duży potencjał, jaki wiąże się z tym obszarem działalności, zwłaszcza w odniesieniu do systemów wideokonferencyjnych, które w niedługim czasie powinny stać się poważną alternatywą dla podróży służbowych.

Nieodzowną częścią oferty integracji systemowej jest dostawa sprzętu IT. Zgodnie z założeniami strategii, Q-S zamierza stopniowo ograniczać udział sprzedaży sprzętu (bez usług dodatkowych) w przychodach, stabilizując go na poziomie ok. 40 mln zł. Założenie to nie będzie jednak traktowane w sposób ortodoksyjny i gdy tylko pojawi się okazja zrealizowania dużego kontraktu przy odpowiedniej marży (>10%), spółka nie będzie z niego rezygnowała.

Wartości kontraktów z zakresu integracji systemowej wahają się od 0,1 do 1 mln zł, choć zdarzają się zlecenia o wartości kilku milionów (np. 7,1 mln zł dla GUGiK czy 4,4 mln zł dla Policji). Spośród szerokiego grona klientów spółki wymienić można: Komendę Główną Policji, wszystkich trzech operatorów telefonii komórkowej, instytucje finansowe (ING Bank, PKO BP, BPH, Fortis Bank, Link4 TU), czy TP SA.

b) *Pion Aplikacji Biznesowych (PAB)*

Historycznie działalność ta wywodzi się z kompetencji krakowskiego Qumaka. Integracja aplikacji polega na łączeniu różnych systemów informatycznych i aplikacji wspomagających działalność biznesową klienta. Programy te podlegają opiece serwisowej oraz są rozbudowywane zgodnie z oczekiwaniami klienta. Podobnie jak w przypadku integracji systemowej, także w tym obszarze wyodrębniono kilka segmentów, na których Qumak zamierza się koncentrować:

- Systemy CC (Contact Center) - aplikacje służące do efektywnej realizacji wymiany informacji pomiędzy firmą a jej klientami, z wykorzystaniem wszystkich dostępnych kanałów komunikacji (w oparciu o narzędzia firmy Genesys).

- Systemy ERP (Enterprise Resource Planning) - zintegrowane rozwiązania informatyczne wspomagające planowanie i kontrolę wszystkich istotnych zasobów firmy oraz zarządzanie głównymi procesami biznesowymi (logistyka, produkcja, sprzedaż, finanse i księgowość itd.), operujące na jednej, wspólnej dla całej firmy bazie danych; rozwiązania oparte na systemie firmy Epicor Enterprise

- Systemy CRM (Customer Relationship Management) - aplikacje pozwalające na optymalizację zarządzania relacjami z klientami firmy, wspomagające procesy obsługi klienta oraz dostarczające pełnej informacji o klientach (rozwiązania oparte na systemach firm Epicor Enterprise oraz Microsoft)

Spodziewamy się, że w najbliższym czasie będzie znacząco rosło zapotrzebowanie na usługi informatyczne z tego zakresu, w szczególności w obszarze oprogramowania dedykowanego (dostosowanego do indywidualnych potrzeb poszczególnych klientów) oraz na usługi integracji nowych systemów IT z systemami wdrożonymi i użytkowanymi dotychczas przez

klienta. Popyt na systemy CC generowany będzie z jednej strony przez krajowe firmy oferujące usługi masowe (telekomunikacja, energetyka, ubezpieczenia, bankowość, służba zdrowia), a z drugiej przez zagraniczne koncerny lokalizujące w Polsce własne działy obsługi klienta. Ze względu na wysoki udział własnych rozwiązań oraz usług, pion ten charakteryzuje się najwyższą marżą na sprzedaży (60-70%), choć pod względem wartości przychodów ustępuje dwóm pozostałym obszarom biznesowym. Wynika to z faktu, iż kontrakty realizowane przez ten pion mają niewielkie wartości, rzędu 0,2-0,4 mln zł. Głównymi klientami w obszarze Contact Center są dwaj operatorzy telefonii komórkowej Polkomtel oraz Centertel, z kolei w zakresie systemów wspomagających zarządzanie są to Artman, Intersport, Amica, WSiP, Siemens, Polservice.

c) Pion Technologii Inteligentnego Budynku (PTiB)

Dział ten jest najmłodszą linią biznesową Q-S, w ramach której spółka oferuje:

- Tradycyjne systemy automatyki budynkowej (systemy bezpieczeństwa budynku, systemy zapewniające komfort użytkownika, systemy eksploatacyjne, systemy telekomunikacyjne oraz sieci komputerowe). Qumak-Sekom oferuje w powyższym zakresie rozwiązania najbardziej uznanych producentów, m.in: Delta Controls, Honeywell, TAC czy Schrack Seconet. Szacujemy, że ok. 15% wartości inwestycji (typu biurowiec, centrum handlowe czy hotel) stanowią technologie inteligentnego budynku.

- Autorskie rozwiązania z dziedziny elektronicznego monitoringu (system monitorowania kas fiskalnych, system monitoringu ruchu pojazdów, czy system obsługi recepcji). Kompetencje w tym zakresie spółka wykorzystuje przy realizacji kontraktu na budowę dedykowanych systemów bezpieczeństwa i monitoringu ruchu na kolejowych i drogowych przejściach granicznych na wschodniej granicy Polski, będącej równocześnie nową granicą Unii Europejskiej (łącznie obsługiwanych jest 25 przejść granicznych),

- Projektowanie i budowę centrów przetwarzania danych - specjalistycznych obiektów mających za zadanie ochronę systemów IT i danych przetwarzanych w przedsiębiorstwach (np. serwerownie). Jako generalny wykonawca, Q-S odpowiada za pełną obsługę procesu realizacji przedsięwzięcia, począwszy od stworzenia projektu, poprzez uzyskanie odpowiednich zezwoleń, aż po przekazanie obiektu do użytku.

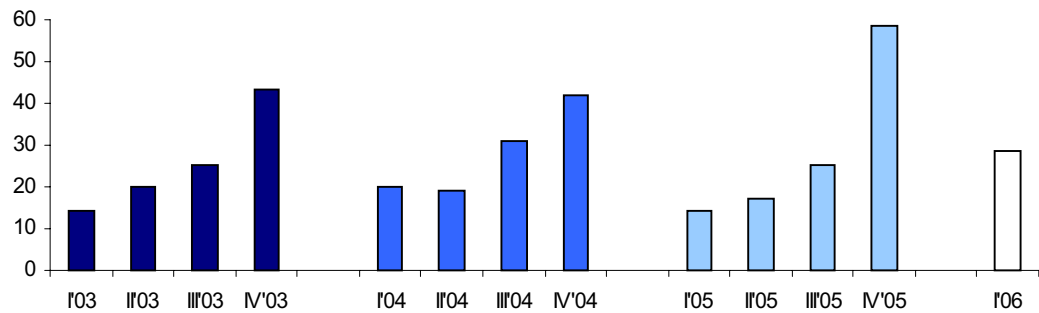
Oczywiście Q-S, jako firma informatyczna nie wykonuje samodzielnie prac budowlanych, za co odpowiadają specjalistyczne firmy budowlane. Atutem spółki jest z pewnością połączenie kompetencji z zakresu automatyki budynków z doświadczeniem w dziedzinie integracji i budowy sieci. W naszej opinii pion ten będzie głównym źródłem wzrostu wyników Qumak-Sekom w najbliższych latach. W prognozach zakładamy, iż będzie się on rozwijał w tempie przewyższającym dynamikę sprzedaży całej firmy.

Pod względem wartości pojedynczych kontraktów, pion ten zdecydowanie się wyróżnia na tle dwóch pozostałych obszarów biznesowych. W trakcie realizacji jest kontrakt o wartości 31 mln zł dla Straży Granicznej, ponadto wiele jest zleceń o wartości powyżej 1 mln zł. W zakresie systemów inteligentnego budynku spółka wyposażyła m.in. biurowce GTC Galileo w Krakowie, Polkomtel i Zepter w Warszawie, galerie handlowe Galaxy w Szczecinie, Stary Browar w Poznaniu i Galerię Kazimierz w Krakowie, wybrane nowe hotele sieci Accor (m.in. Ibis w Warszawie czy Ibis i Novotel w Krakowie) i Campanile. Oprócz projektów komercyjnych, Q-S realizował też kontrakty dla instytucji publicznych (wspomniana wcześniej Straż Graniczna, Kancelaria Prezydenta RP, Urzędy Celne)

3) Sezonowość

Działalność Q-S, podobnie jak i całej branży IT charakteryzuje się sezonowością. Najwyższe przychody spółka uzyskuje w IV kwartale, kiedy to realizowane jest ok. 40% rocznych obrotów (z czego większość przypada na grudzień).

Kwartalna wielkość sprzedaży Qumak-Sekom w okresie IQ'03-IQ'06 (mln zł)



Źródło: Qumak-Sekom SA

4. Konkurencja

Rozwój Qumak-Sekom w przyszłości determinowany będzie dwoma czynnikami: potencjałem krajowego rynku IT oraz pozycją, jaką zajmuje spółka na tym rynku (Q-S nie prowadzi działalności poza Polską). Krajowy sektor informatyczny charakteryzuje się wysoką konkurencyjnością. Na rynku działa wielu potencjalnych i rzeczywistych konkurentów spółki - są to zarówno duże podmioty gospodarcze, o zasięgu ogólnopolskim, jak również mniejsze firmy, o lokalnej skali działalności, posiadające silną pozycję rynkową w danym regionie. W obszarze systemów automatyki budynków oraz rozwiązaniach dla Contact Center, Q-S osiągnęła wysoką pozycję konkurencyjną, realizując strategię dostarczania nabywcom unikatowych, dedykowanych rozwiązań informatycznych. Jej efektem jest posiadanie znaczącej liczby klientów wyposażonych w autorskie systemy IT opracowane przez spółkę, co stanowi poważną barierę wejścia dla potencjalnych konkurentów. Słabszą pozycję Q-S posiada w segmencie integracji systemowej, jednak poprzez koncentrację na wybranym fragmencie tego rynku (bezpieczeństwo IT, gdzie spółka posiada wysokie kompetencje i szereg własnych rozwiązań), unika rywalizacji z silnymi konkurentami.

Konkurencja dla Qumak-Sekom w poszczególnych obszarach biznesowych (z wyróżnieniem spółek giełdowych)

integracja systemowa	aplikacje biznesowe	automatyka budynkowa
Comp	NextiraOne Polska	Controls INT'I Ltd.
Comarch	Comarch	Mercury Engineering
Computerland	Wola Info	Siemens Building Technologies
Prokom Software	Avaya	Honeywell
NextiraOne Polska	Wind Telekom	ABG Ster-Projekt
Solidex	QAD Polska	Prokom Software
Softbank Serwis	Exact Software Poland	Emax
ATM S.A.		Computerland
Lumena		

Źródło: Qumak-Sekom SA

5. Strategia rozwoju

Realizowana przez Qumak-Sekom strategia została opracowana w 2004r we współpracy z międzynarodową firmą konsultingową AT Kearney. Zgodnie z jej założeniami, w celu zapewnienia bezpieczeństwa biznesowego, spółka działa w modelu opartym na zdyweryfikowanej strukturze przychodów, realizowanych w trzech kluczowych obszarach działania: integracji systemowej, integracji aplikacji biznesowych oraz systemach automatyki budynków. W ramach tych pionów wyodrębnione zostały kierunki, które uznano za najbardziej perspektywiczne i na których Qumak-Sekom chce w przyszłości koncentrować swoją działalność. Spółka uznała, że należą do nich:

- w zakresie integracji systemów IT - sieci i bezpieczeństwo IT;
- w zakresie integracji aplikacji biznesowych - zaawansowane rozwiązania z obszaru Contact

Center oraz dedykowane dla wertykalnych grup klientów (np. sieci handlowo-dystrybucyjnych) rozwiązania CRM i ERP;

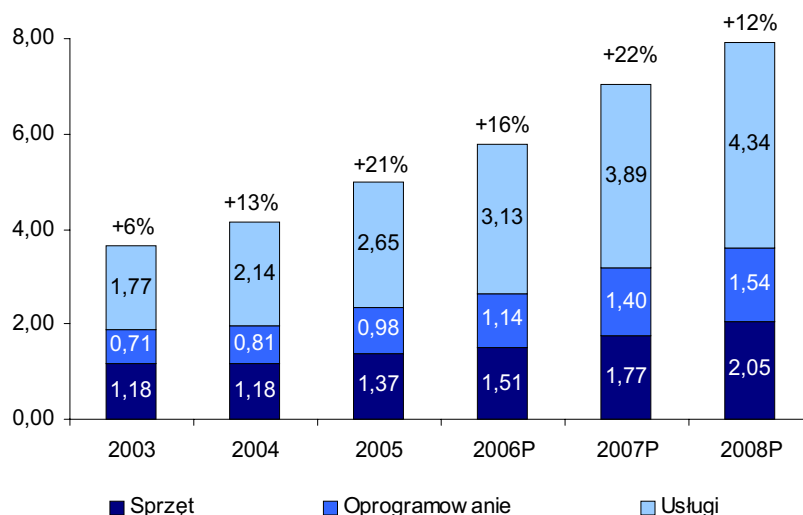
- w zakresie systemów automatyki budynków - infrastruktura serwerowni oraz nowoczesne systemy monitoringu i bezpieczeństwa.

V. Charakterystyka rynku i pozycja rynkowa Qumak-Sekom

1. Polski rynek IT

Rynek IT jest jednym z najszybciej rozwijających się segmentów polskiej gospodarki. Wg raportów firm badających ten sektor w 2005r dynamika wzrostu wyniosła ok. 20% (DiS) lub nawet 30% (IDG Poland). Na koniec 2005r wartość całego rynku IT w Polsce wynosiła ponad 5 mld zł. W kolejnych latach prognozowane jest utrzymanie wysokiego tempa rozwoju, co wynikać ma m.in. z dużych zapóźnień, jakie ma polska gospodarka w zakresie wdrażania nowych technologii oraz spodziewanych wysokich nakładów na informatykę (wspieranych środkami z UE). Ponadto nie bez znaczenia jest rosnąca świadomość przedsiębiorców o konieczności informatyzacji przedsiębiorstw, bez której nie jest możliwe skuteczne konkutowanie w globalnej gospodarce.

Rynek IT w Polsce w latach 2003-2008 (mld zł)



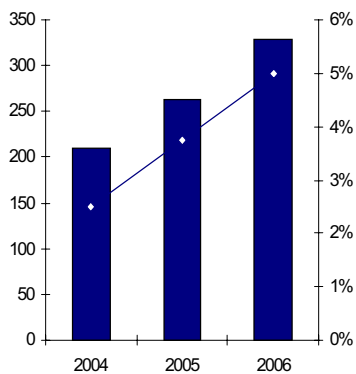
Źródło: DiS, Rynek oprogramowania i usług, kwiecień 2006. P - prognozy

Różnice w ocenie rynku pomiędzy firmami monitorującymi rynek widoczne są przy szacunkach struktury rynku. DiS, w odróżnieniu od innych firm badawczych, bardzo wysoko szacuje udział usług (powyżej 50%). Wiąże się to zapewne z poczynionymi założeniami, na podstawie których do usług zaliczono także część sprzętową kontraktów integracyjnych. W innych raportach proporcje są odwrócone i to właśnie hardware stanowi ok. 50-55% całego rynku, a usługi ok. 27-28%. Specjaliści z DiS prognozują, iż najwyższą dynamiką w latach 2006-2008 charakteryzował będzie się segment usług IT (średnioroczny wzrost na poziomie 18%).

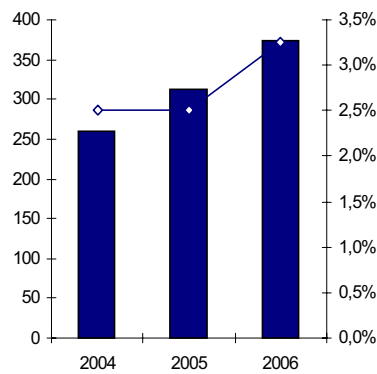
2 Rynki niszowe: Contact Center (CC), CRM, bezpieczeństwo IT, technologie inteligentnego budynku

Zgodnie z przyjętą na początku 2004 roku strategią, Q-S koncentruje swoją działalność się na wybranych liniach biznesowych w ramach wyodrębnionych 3 obszarów działania: bezpieczeństwo IT w ramach pionu integracji systemowej, CC i CRM w ramach pionu aplikacji biznesowych oraz automatyka budynkowa. Udział spółki na poszczególnych rynkach jest niewielki, jednak wynika on przede wszystkim ze znacznego rozdrobnienia i dużej ilości podmiotów oferujących podobne rozwiązania. W niedługim czasie obraz rynku może jednak ulec zmianie, gdyż rozpoczęła się konsolidacja w branży IT.

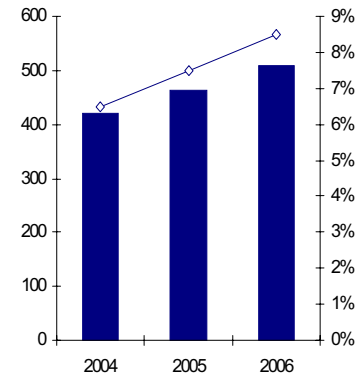
Bezpieczeństwo IT



CC i CRM



automatyka budynkowa



■ wartość rynku (mln zł)
◇ udział spółki w rynku

■ wartość rynku (mln zł)
◇ udział spółki w rynku

■ wartość rynku (mln zł)
◇ udział spółki w rynku

Źródło: Qumak-Sekom SA

Rozwiązania informatyczne związane z bezpieczeństwem IT są jednym z najbardziej perspektywicznych segmentów integracji systemowej na polskim rynku. Rola tych systemów wzrasta, od kiedy coraz wieszka ilość cennych informacji dotyczących funkcjonowania przedsiębiorstwa przetwarzana jest i archiwizowana z wykorzystaniem systemów IT. Wydatki na tę dziedzinę szybko rosną, choć Polska wciąż istotnie odbiega pod tym względem od bardziej rozwiniętych krajów Unii Europejskiej. Brak jest szczegółowych danych, dotyczących wartości tego segmentu rynku IT, jednak spółka zakłada, iż osiągnie ona poziom ok. 320 mln zł w 2006r (25% dynamika wzrostu). Celem Zarządu jest zdobycie przez Q-S 5-proc. udziału w tym, rynku, co daje ok. 16 mln zł przychodów w tym roku.

Rynek aplikacji biznesowych rozwija się bardzo dynamicznie. Spółka ma w swojej ofercie zarówno klasyczne systemy ERP (firmy Epicor), jak i "szyte na miarę" rozwiązania wspomagające wybrane obszary działalności firm, w tym przede wszystkim kontakty z klientem (systemy CRM oraz Contact Center). W prognozach sporządzonych wspólnie z firmą doradcą AT Kearney założono, że rynek CC+CRM będzie wzrastał średniorocznie o 20% i osiągnie w 2006r wartość ok. 370 mln zł. Q-S chciałby mieć ok. 3% udziału. Po pierwszych nieudanych wdrożeniach systemów CRM, obecnie firmy (zarówno klienci, jak i firmy wdrożeniowe) są bardziej przygotowane do korzystania z dobrodziejstw tego typu rozwiązań. Jako pierwsze zalety systemów Contact Center odkryły duże przedsiębiorstwa działające na rynku usług masowych (jak np. sieci telefonii komórkowej i stacjonarnej czy instytucje finansowe). W następnej kolejności po tego rodzaju rozwiązania sięgną zapewne spółki energetyczne, turystyczne czy służba zdrowia (choć w tym przypadku raczej ta prywatna) oraz wybrane instytucje publiczne. Docelowo popyt zgłaszać będzie niemal każda firma, której zależy na dobrej obsłudze swoich klientów, niezależnie od wielkości.

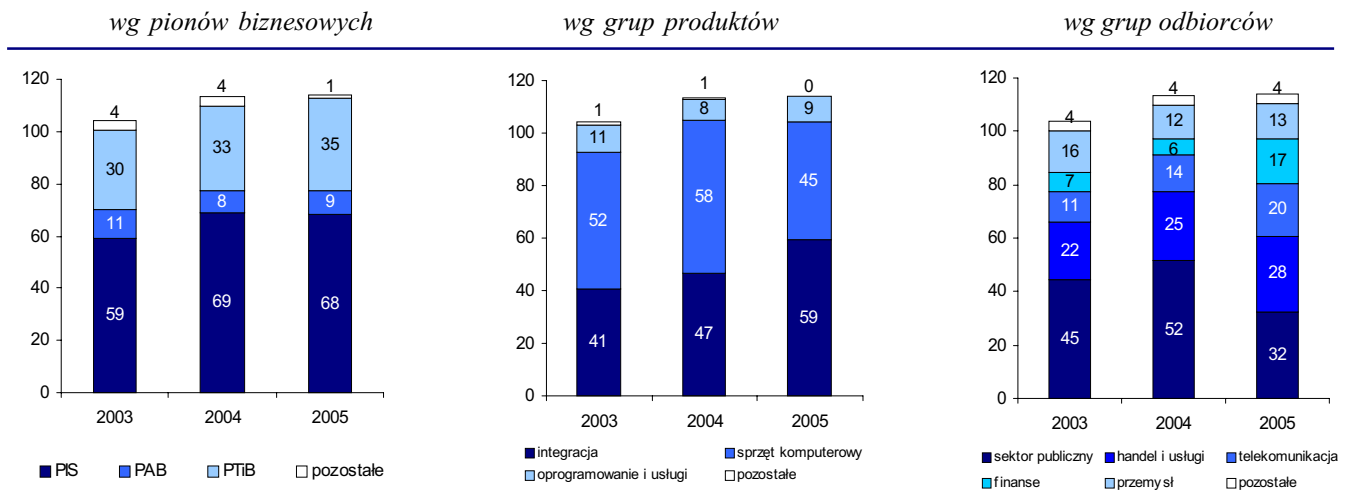
Rynek automatyki budynkowej jest silnie skorelowany z rozwojem branży budowlanej, w szczególności jej komercyjnego segmentu (biura, centra handlowe, hotele). Utrzymujący się od kilku lat boom w tym sektorze bardzo dobrze wróży rynkowi systemów inteligentnego budynku. Oprócz tradycyjnych systemów instalowanych w budynkach użyteczności publicznej, spodziewany jest również wzrost popytu na specjalistyczne rozwiązania tworzone na potrzeby konkretnych klientów (np. centra przetwarzania danych, wyposażone w bardzo zaawansowane technologie z zakresu automatyki budynkowej, czy systemy monitorujące ruch). Szacunki spółki zakładają, że rynek rozwijać się będzie w tempie 10% rocznie. Jednocześnie wrastać ma udział Q-S w tym rynku (z 6,5% w 2004r do 8,5% w 2006r). Z dużych projektów, które zostały rozpoznane i wkrótce powinny mieć swój finał wspomnieć należy o: Data Center dla ZUS (łączna wartość poszczególnych instalacji/systemów to ok. 40 mln zł) oraz NBP (15 mln zł) czy Zapasowe Centrum Przetwarzanie Danych dla CEPiK (ok. 20 mln zł).

VI. Wyniki finansowe

1. Struktura sprzedaży oraz uzyskiwane marże

Począwszy od 2004r spółka realizuje strategię zakładającą ustabilizowanie poziomu sprzedaży sprzętu komputerowego na poziomie około 40 mln zł rocznie, przy jednoczesnym zwiększaniu udziału usług o wysokiej wartości dodanej. W rezultacie w latach 2003-2005 Q-S nie zanotował dużego przyrostu sprzedaży, ale bardzo wyraźnie poprawił wszystkie wskaźniki rentowności.

W zależności od zastosowanej metodologii, struktura sprzedaży Q-S przedstawia się następująco:



Źródło: Qumak-Sekom SA

Podstawowym kryterium podziału przychodów funkcjonującym w spółce jest podział wg pionów biznesowych. Wynika to z koncepcji rozwoju spółki w oparciu o wyodrębnione trzy obszary działalności. W okresie ostatnich 3 lat widoczny jest systematyczny wzrost przychodów z automatyki budynkowej, przy stabilnym poziomie sprzedaży aplikacji biznesowych oraz integracji systemowej (w tym przypadku mieliśmy do czynienia ze znacznym wzrostem jedynie w 2004r). Dla porównania z innymi spółkami IT notowanymi na GPW zdecydowaliśmy się zamieścić także strukturę sprzedaży w podziale na grupy produktów oraz odbiorców. W pierwszym przypadku widoczna jest zmiana struktury sprzedaży (wynikająca z realizacji strategii spółki) i wzrostu udziału przychodów z integracji kosztem sprzedaży hardware'u. Z kolei ostatni wykres ukazuje coraz lepszą dywersyfikację grup klientów: stopniowe ograniczenia udziału sektora publicznego i wzrost sprzedaży dla klientów z branży finansowej i telekomunikacyjnej.

Pod względem realizowanych marż zdecydowanie najlepiej prezentuje się pion aplikacji biznesowych, choć z uwagi na niewielką wartość sprzedaży, kontrybucja tego segmentu w całkowitym zysku operacyjnym Q-S jest niewielka. Wyższą rentownością operacyjną charakteryzuje się pion automatyki budynkowej (11-12%), jednak w roku bieżącym może ona być niższa ze względu na realizację dużego kontraktu w systemie konsorcjalnym (35 mln zł dla Straży Granicznej, gdzie Q-S jest liderem). Zdecydowanie najslabiej prezentuje się pion integracji systemowej, a wynika to m.in. z faktu, iż tam zaliczane są kontrakty na dostawę sprzętu IT. Warta podkreślenia jest jednak stabilność generowanych w ramach tego pionu marż i niska podatność na wahania sezonowe (pion ten "utrzymuje" spółkę w okresie sezonowego spadku przychodów, tj. przez niemal 3 kwartały).

EBIT oraz marża operacyjna Qumak-Sekom w latach 2003-2005

[mln zł]	2003	2004	2005
PIS	3,0	3,1	3,7
	5,1%	4,5%	5,4%
PAB	2,9	2,6	3,7
	26,6%	32,2%	39,5%
PTiB	3,7	3,7	4,0
	12,1%	11,3%	11,4%

Źródło: Qumak-Sekom SA

2. Backlog i potencjalne kontrakty

Wg danych na koniec maja 2006r wartość już podpisanych umów wynosiła ok. 125 mln zł, czyli 70% prognozowanych na ten rok przychodów. Najlepsza sytuacja jest w pionie automatyki budynkowej, gdzie spółka ma już zagwarantowane 90% planowanej na ten rok sprzedaży. Dodatkowo 11,5 mln zł przechodzi na rok kolejny. Wysoki backlog obserwujemy również w pionie aplikacji biznesowych (84%). W przypadku pionu integracji spółka liczy na kilka dużych kontraktów, których rozstrzygnięcie spodziewane jest w perspektywie kilku tygodni.

Pion	backlog	plan'06	realizacja planu
PIS	45,2	88,9	51%
PTiB	68,9	76,7	90%
PAB	11,1	13,3	84%
Razem	125,2	180,1	70%

Źródło: Qumak-Sekom SA

Poniżej prezentujemy zestawienie zidentyfikowanych kontraktów w poszczególnych pionach biznesowych. Oprócz kontraktów, które są w fazie realizacji lub zostały wygrane (a umowy podpisane), wymieniliśmy najważniejsze spodziewane zlecenia, wskazując na prawdopodobieństwo ich pozyskania (90% - przyrzeczenie podpisania umowy, 75% - Q-S jest faworytem w przetargu, 50% - udział w finale przetargu, 30% - aktywny udział w negocjacjach, 20% - złożenie oferty, 10% - rozpoznanie tematu). W przypadku mniejszych kontraktów ich wartości zsumowaliśmy i przedstawiliśmy w zbiorczym zestawieniu (>75% - wszystkie kontrakty, których prawdopodobieństwo pozyskania jest równe 75% lub więcej, >40% - wszystkie kontrakty, których prawdopodobieństwo pozyskania mieści się w przedziale 40-74%, >10% - wszystkie kontrakty, których prawdopodobieństwo pozyskania jest równe 40% lub mniej).

PIS	98,9 mln	
GUGiK	7,1 mln	realizacja
Policja (wraz z Compem)	4,4 mln	realizacja
Pozostałe wygrane	33,7 mln	realizacja
Netia (sprzęt + serwis)	4,1 mln	90%
ARiMR (sprzęt + budowa sieci)	5,5 mln	50%
urzędy skarbowe	3,0 mln	50%
Pozostałe prawdopodobne	28,4 mln	>75%
Pozostałe możliwe	12,7 mln	>40%

Źródło: Qumak-Sekom SA

PAB	14,4 mln	
Małe kontrakty software'owe	4,7 mln	realizacja
Współpraca z PTiB	6,4 mln	realizacja
Pozostałe prawdopodobne	3,3 mln	>75%

Źródło: Qumak-Sekom SA

PTiB	260 mln	
CWT dla Straży Granicznej	31,8 mln	realizacja
3 przejścia graniczne	10,9 mln	realizacja
Unizeto	7,5 mln	realizacja
ZPM Tarczyński	6,6 mln	realizacja
Grand Hotel	5,5 mln	realizacja
TP S.A.	5,4 mln	realizacja
NSA	3,5 mln	realizacja
Focus Park Rybnik	2,5 mln	realizacja
Pozostałe wygrane	6,7 mln	realizacja
Andersia Poznań	5,5 mln	90%
Focus Park Bydgoszcz	3,6 mln	90%
Pasaż Grunwaldzki	3,3 mln	75%
ZUS Data Center W-wa	11,0 mln	50%
JP Opole Lubelskie	5,8 mln	50%
CER Zabrze	4,5 mln	50%
ZUS Data Center W-wa	30,3 mln	30%
Adgar Plaza W-wa	7,9 mln	30%
Bonifratrska	6,3 mln	30%
Aeropark (GTC)	4,7 mln	30%
Zapaso Centrum dla CEPIK	20,0 mln	20%
Towarowa Park	6,0 mln	20%
NBP	15,0 mln	10%
TP S.A.	6,5 mln	10%
TVP	4,7 mln	10%
Pozostałe prawdopodobne	6,7 mln	>75%
Pozostałe możliwe	7,6 mln	>40%
Pozostałe zidentyfikowane	29,2 mln	>10%

Źródło: Qumak-Sekom SA

3. Prognozy finansowe

Przy prognozowaniu wyników spółki Qumak-Sekom zdecydowaliśmy się na oszacowanie wyników operacyjnych poszczególnych pionów biznesowych.

[mln zł]	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P
PIS						
Sprzedaż	59,1	69,1	68,2	88,9	93,3	98,0
Zysk brutto na sprzedaży	7,8	8,3	9,0	12,0	12,5	13,2
rentowność	13,1%	12,0%	13,2%	13,4%	13,4%	13,4%
Koszty sprzedaży	4,7	5,2	5,3	6,0	6,3	6,6
Wynik	3,0	3,1	3,7	6,0	6,2	6,6
rentowność	5,1%	4,5%	5,4%	6,7%	6,7%	6,7%
PTiB						
Sprzedaż	30,4	32,7	35,5	76,7	80,5	88,6
Zysk brutto na sprzedaży	6,7	7,2	8,0	10,6	14,5	15,9
rentowność	22,2%	21,9%	22,6%	13,8%	18,0%	18,0%
Koszty sprzedaży	3,1	3,5	4,0	5,6	8,9	8,9
Wynik	3,7	3,7	4,0	5,0	5,6	7,1
rentowność	12,1%	11,3%	11,4%	6,5%	7,0%	8,0%
PAB						
Sprzedaż	10,8	8,0	9,3	13,3	14,0	14,7
Zysk brutto na sprzedaży	6,1	5,3	6,4	7,2	7,6	7,9
rentowność	56,5%	66,4%	68,1%	54,1%	54,1%	54,1%
Koszty sprzedaży	3,2	2,7	2,7	3,4	3,5	3,7
Wynik	2,9	2,6	3,7	3,8	4,0	4,2
rentowność	26,6%	32,2%	39,5%	28,9%	28,9%	28,9%
Pozostała działalność						
Sprzedaż	3,7	3,6	1,1	1,2	0,0	0,0
Zysk brutto na sprzedaży	0,5	0,6	0,4	0,2	0,0	0,0
RAZEM						
Sprzedaż	104,1	113,5	114,1	180,1	187,9	201,3
Zysk brutto na sprzedaży	21,1	21,3	23,8	30,0	34,6	37,1
rentowność	20,3%	18,8%	20,8%	16,6%	18,4%	18,4%
Koszty sprzedaży	11,0	11,4	12,0	15,0	18,7	19,2

Źródło: Qumak-Sekom SA, P - prognozy BDM PKO BP

Założyliśmy także zmiany w kapitale obrotowym wynikające ze zwiększenia zaangażowanie spółki na rynku automatyki budynkowej:

- wzrost wskaźnika rotacji zapasów z 10 dni w 2005r do 12,5 dnia w 2006r i 15 dni w latach kolejnych,
- wzrost wskaźnika rotacji należności z 118 dni w 2005r do 130 dni w 2006r i 145 dni w latach kolejnych.

Wskaźnik rotacji zobowiązań niefinansowych pozostawiliśmy na poziomie z roku 2005.

Wpływy netto z emisji 2.850 tys. nowych akcji (emisja publiczna + emisja prywatna + tegoroczna część programu motywacyjnego) przyjęliśmy na poziomie 20 mln zł.

Bilans [mln zł]	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Aktywa	49,2	45,7	50,7	89,6	97,6	108,0
Aktywa trwałe, w tym	7,4	5,1	5,0	6,2	6,4	6,7
WNIIP oraz majątek trwały	4,5	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0
Aktywa obrotowe, w tym	41,8	40,6	45,6	83,3	91,2	101,3
Zapasy	2,7	2,5	3,3	6,2	7,7	8,3
Należności krótkoterminowe	37,4	30,0	37,5	64,1	74,6	80,0
Inwestycje krótkoterminowe	1,3	7,2	4,2	12,3	8,2	12,4
Pasywa	49,2	45,7	50,7	89,6	97,6	108,0
Kapitał własny	17,3	19,7	23,1	48,2	54,5	61,9
Kapitały mniejszości						
Ujemna wartość firmy jedn. podp.						
Zobowiązania i rezerwy	31,2	25,5	26,6	40,4	42,1	45,1
Rezerwy na zobowiązania	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania krótkoterminowe	30,8	25,2	25,9	40,2	41,9	44,9
<i>w tym handlowe</i>	20,6	18,9	22,4	35,3	36,8	39,5
<i>w tym dług oprocentowany</i>	7,7	4,4	0,5	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	0,4	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0
<i>w tym dług oprocentowany</i>	0,4	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0
<i>dług oprocentowany (kt. i dt.)</i>	8,1	4,5	0,9	0,0	0,0	0,0
<i>liczba akcji (tys. sztuk)</i>	6 884	6 884	7 050	9 875	10 125	10 375
sprzedaż/aktywa		2,39	2,37	2,57	2,01	1,96
zobowiązania/kapitał własny	1,80	1,29	1,15	0,84	0,77	0,73
dług oproc./kapitał własny [D/E]	0,47	0,23	0,04	0,00	0,00	0,00
ROE		13,1%	14,8%	13,4%	11,8%	12,3%
ROA		5,1%	6,6%	6,8%	6,5%	7,0%
wartość księgowa na akcję [BVPS] (zł)	2,52	2,87	3,27	4,88	5,38	5,96

Rachunek zysków i strat [mln zł]	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Przychody netto ze sprzedaży	104,1	113,5	114,1	180,1	187,9	201,3
Koszty sprzedanych produktów i tow.	83,5	92,7	91,0	150,2	153,3	164,2
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	20,5	20,8	23,1	30,0	34,6	37,1
Koszty sprzedaży	11,0	11,4	12,5	15,0	18,7	19,2
Koszty ogólnego zarządu	6,5	6,6	6,3	8,2	8,3	8,7
Zysk (strata) na sprzedaży	3,0	2,8	4,4	6,8	7,6	9,2
Pozostałe saldo operacyjne	-0,8	-0,1	-0,2	-0,7	-0,7	-0,7
EBIT	2,2	2,7	4,2	6,2	6,9	8,5
Amortyzacja	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6
EBITDA	3,6	4,1	5,7	7,7	8,5	10,1
Saldo na działalności finansowej	-1,9	0,3	-0,3	-0,3	0,6	0,4
Zysk (strata) brutto	0,4	3,0	3,9	5,9	7,5	8,9
Efektywna stopa podatkowa		0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Podatek dochodowy	-1,6	0,6	0,8	1,1	1,4	1,7
Zysk (strata) netto	1,9	2,4	3,2	4,8	6,0	7,2
marża zysku brutto na sprzedaży	19,7%	18,3%	20,3%	16,6%	18,4%	18,4%
marża EBIT	2,1%	2,4%	3,7%	3,4%	3,7%	4,2%
marża EBITDA	3,5%	3,6%	5,0%	4,3%	4,5%	5,0%
rentowność netto	1,9%	2,1%	2,8%	2,6%	3,2%	3,6%
zysk netto na akcję [EPS] (zł)	0,28	0,35	0,45	0,48	0,60	0,69

Cash flow [mln zł]	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Cash flow z działalności operacyjnej	-5	8,9	2,2	-8,6	-2,7	5,9
Cash flow z działalności inwestycyjnej	-1	0,8	-0,2	-11,5	2,6	-5,8
Cash flow z działalności finansowej	2	-4,1	-4,6	19,4	0,3	0,3
stopa wypłaty dywidendy		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
dywidenda na akcję [DPS] (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Źródło: Qumak-Sekom SA, P - prognozy BDM PKO BP



Raport analityczny

Bankowy Dom Maklerski PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00, fax (0-22) 521-79-46

Telefony kontaktowe

Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

doradca inwestycyjny banki i finanse	Andrzej Powierża (022) 521 79 41 andrzej.powierza@pkobp.pl
telekomunikacja, media, hotelarstwo, przemysł spożywczy	Dorota Puchlew (022) 521 87 23 dorota.puchlew@pkobp.pl
informatyka, budownictwo i nieruchomości	Michał Sztabler (022) 521 79 13 michal.sztabler@pkobp.pl
przemysł drzewny, papierniczy, oponiarski, lekki produkcja i dystrybucja farmaceutyków	Hanna Kędziora (022) 521 79 43 hanna.kedziora@pkobp.pl
makler papierów wartościowych przemysł paliwowy, chemia, AGD, energetyka	Andrzej Pasławski (022) 521 79 17 andrzej.paslowski@pkobp.pl

Zespół Klientów Instytucjonalnych

Krzysztof Kasiński	(0-22) 521 82 10 krzysztof.kasinski@pkobp.pl	Artur Błachnio	(0-22) 521 91 33 artur.blachnio@pkobp.pl
Dariusz Andrzejak	(0-22) 521 82 12 dariusz.andrzejak@pkobp.pl	Paweł Demczuk	(0-22) 521 91 33 pawel.demczuk@pkobp.pl
Artur Szymecki	(0-22) 521 82 14 artur.szymecki@pkobp.pl	Michał Goszczyński	(0-22) 521 91 34 michal.goszczyński@pkobp.pl

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni
kapitałizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji
EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki
free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji
śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez BDM

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%
NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

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

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

BDM PKO BP S.A. pełni funkcję Oferującego akcje Qumak-Sekom S.A. w Publicznej Ofercie. Ponadto BDM PKO BP S.A. pełni funkcję Sponsora Emisji dla akcji Action S.A. PKO BP S.A. jest klientem spółki. 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. Inwestor powinien zakładać, że BDM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

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