

Opinia na temat oferty publicznej Spółki



- **O spółce, parametrach oferty oraz celach emisji**

Arcus SA to jeden z największych na polskim rynku dostawców zintegrowanych systemów zarządzania dokumentem i korespondencją masową. Klientami Spółki są największe firmy m.in. z branży finansowej i ubezpieczeniowej, telekomunikacyjnej i pocztowej oraz administracja państwowa. Podstawowa działalność Arcusa opiera się obecnie na dwóch obszarach działalności: systemach zarządzania dokumentem (72% przychodów w 2006 r.) i systemach zarządzania korespondencją (27% przychodów w 2006 r.). Pozostały 1% przychodów wygenerowały wprowadzane przez Firmę nowe rozwiązania informatyczne do zarządzania szeroko rozumianą informacją.

Spółka planując dalszy rozwój chciałaby pozyskać z giełdy około 40 mln zł. Z tego około 12 mln zł przeznaczy na rozbudowę centrów kompetencyjnych, działania związane z promocją i marketingiem poszczególnych rozwiązań, pozyskanie narzędzi programistycznych oraz zatrudnienie wykwalifikowanych pracowników. Dodatkowo w ramach rozwoju organicznego Spółka przewiduje przeznaczenie kwoty 1 miliona złotych na inwestycje związane z rozbudową wewnętrznych systemów. Rozwój nowych obszarów biznesowych Arcus zamierza prowadzić w oparciu o realizację procesów akwizycji podmiotów specjalizujących się w świadczeniu usług outsourcingowych typu ASP (Application Service Provider), projektowaniu i implementacji aplikacji "na żądanie" opartych na platformie OpenSource (z nieodpłatną licencją), usługach konsultingowych i doradztwie biznesowym oraz oferowaniu systemów do obsługi rynku e-commerce (Service Providers). Na realizację procesów akwizycji w powyższych obszarach Firma zamierza przeznaczyć kwotę w wysokości około 27 milionów złotych. W przypadku nie dojścia do skutku części lub całości planowanych przejęć, Arcus przeznaczy środki z realizacji emisji na wsparcie rozwoju

organicznego w obszarach biznesowych, które planowane były do pozyskania w ramach procesów akwizycji. Wdrożenie wyżej wymienionych planów rozwojowych, finansowanych głównie z emisji, ma na celu umocnienie pozycji rynkowej Spółki.

W ramach oferty publicznej Spółka zamierza sprzedać 2,5 mln nowych akcji, z czego 1,5 mln trafi do większych inwestorów, a pozostałe walory do małych inwestorów. Zapisy na akcje w obu transzach przyjmowane są w terminie od 22 do 27 sierpnia 2007 roku. Cena emisyjna zawiera się w przedziale od 14,5 do 17 zł. Ostateczny cena ma być ustalona i opublikowana 28 sierpnia. Z kolei przydział akcji będzie miał miejsce 31 sierpnia. Zapisy przyjmowane będą w ramach konsorcjum dystrybucyjnego w niemal wszystkich biurach maklerskich w Polsce.

- **Finanse, parametry wskaźników rynkowych**

Arcus jest podmiotem stabilnym, zyskownym, ale co może martwić, to fakt, że mało dynamicznym. W ostatnich 3 latach przychody nie wykazywały stałej tendencji wzrostowej. W 2004 roku oscylowały w pobliżu 76,2 mln zł, w 2005 w okolicy 103,5 mln zł, a w 2006 roku ponownie spadły do 87,4 mln zł. W tym samym czasie zysk operacyjny kształtował się odpowiednio na poziomach 11,6 mln zł, 11,5 mln zł oraz 8,3 mln zł. Marża EBIT spadła w 2006 roku do 9,5%, wobec 15,2% marży wygenerowanej w 2004 roku. Wpłynęły na to przede wszystkim rosnące koszty sprzedaży. W efekcie zysk netto Spółki wyniósł w 2004 roku 9,7 mln zł, a w latach 2005 i 2006 odpowiednio 10,5 mln zł oraz 7,1 mln zł. W 2006 roku marża netto ukształtowała się na poziomie 8,1% i była o 2% niższa niż w 2005 roku.

W 2007 roku Spółka planuje zarobek netto w kwocie niemal 7,5 mln zł, a przychody mają wzrosnąć do 104,3 mln zł. Oznacza to, że przychody wzrosną wobec poprzedniego roku o 19,3%, zysk netto o prawie 6%, a marża netto spadnie z kolei do poziomu 7,2%.

Maksymalna cena emisyjna wynosi 17 zł. Przy tej cenie oraz po uwzględnieniu prognozy Spółki na rok 2007, można szacować, że Firma będzie notowana ze wskaźnikiem C/Z na poziomie 17,2, MC/EBITDA równym 11,2 oraz C/WK 2,4. Ustalenie ceny emisyjnej na poziomie dolnych widełek sprawi, że wskaźnik C/Z spadnie do poziomu 14,6. W sytuacji podwyższonej niepewności rynkowej, Spółki powinny premiować przyszłych akcjonariuszy jak największym dyskontem. Dlatego rozsądnym rozwiązaniem będzie w tym przypadku ustalenie ceny na poziomie bliższym dolnych widełek. Zważając na mało dynamiczny charakter Spółki można uznać, że takie rozwiązanie będzie uzasadnione.

- **Podsumowanie**

Oferta publiczna spółki Arcus będzie dość dużym wyzwaniem zarówno dla Zarządu, jak i oferujących, bowiem ostatnie niezbyt udane debiuty z pewnością skutecznie zniechęciły do tego rynku przynajmniej część zagorzałych zwolenników rynku IPO. Niewątpliwie sprzyjającym czynnikiem może okazać się w tym przypadku przynajmniej chwilowe uspokojenie na parkiecie.

Arcus jest stabilnym podmiotem o mocnej pozycji rynkowej. Martwić może jednak fakt, że Spółka od kilku lat nie wykazuje wyraźnej dynamiki wzrostu przychodów, a marża na poziomie netto oraz zyskowność spada. Niemniej obecne poziomy rentowności generowane przez Arcus i tak należy uznać za dość atrakcyjne, a wyniki za ostatnie lata niewątpliwie pokazują systematykę generowania dość dużych zysków. Nie wykazują jednak systematycznej poprawy rezultatów. Należy zwrócić również uwagę na dość duże ryzyko wynikające m.in. z uzależnienia Spółki od dwóch dużych dostawców towarów. Historia funkcjonowania Firmy pokazuje jednak, że na tej płaszczyźnie przynajmniej w średniej perspektywie nie należy oczekiwać negatywnych niespodzianek. Ponadto pozytywnie należy z pewnością ocenić rynek usług integratorskich, na którym funkcjonuje Arcus. W 2005 r. wartość tego rynku w Polsce wyniosła 474,29 mln USD, a analitycy spodziewają się, że do 2010 r. wzrost powinien oscylować w pobliżu 18,8% na rok, a wartość rynku powinna przekroczyć w 2010 r. 1 mld USD.

Warto zwrócić również uwagę na fakt, że Spółka w ostatnich latach zainwestowała kilka milionów złotych nadwyżek finansowych w akcje PZU oraz Południowego Koncernu Energetycznego. Pierwsza inwestycja powinna wygenerować w przyszłości kilkumilionowy zysk. Druga inwestycja obciążona jest pewnego rodzaju ryzykiem wynikającym z planowanych zmian legislacyjnych. Proponowane zmiany są jednak absurdalne i należy oczekiwać, że w ostatecznym rozrachunku nie wejdą w życie, a tym samym nie wpłyną negatywnie na wartość pakietu PKE będącego w posiadaniu Spółki.

Obecna sytuacja na rynku IPO pokazuje, że inwestorzy przynajmniej okresowo nie premiuja po debiucie Spółek, które uplasowały emisję przy maksymalnych cenach z proponowanych wcześniej widełek cenowych. Sytuacja ta może sugerować, że szczególnie w tej niepewnej i nerwowej atmosferze, dyktowanej w dużej mierze emocjami, Spółki powinny miarkować swój apetyt na kapitał. W przypadku Arcusa cena zbliżona do górnych widełek zbliżona jest równocześnie do wartości godziwej jednego waloru. Ustalenie ceny emisyjnej Arcusa w pobliżu dolnych widełek będzie posunięciem rozsądnym, szczególnie, że Spółka tak

Powyższa tabela przedstawia subiektywną i usystematyzowaną w formie tabeli ocenę spółki Arcus

Wyjaśnienie do Oceny (tabeli):

CZYNNIK	WYJAŚNIENIE
Czynniki ryzyka	Ocena podsumowująca ogół istniejących czynników ryzyka dla przyszłych akcjonariuszy spółki. Im wyższy poziom koloru zielonego tym niższe ryzyko. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym wyższe ryzyko.
Akcjonariat po emisji	Ocena akcjonariatu spółki po emisji, w tym także pod kątem blokady akcji „lock-up”, a także pod kątem dominującego udziału jednego podmiotu, bądź podmiotów działających w porozumieniu. Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepsza struktura akcjonariatu. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorsza struktura akcjonariatu.
Fundamenty	Ocena długoterminowej stabilności finansowej spółki (podstawą oceny jest siła fundamentalna po uzyskaniu środków z emisji, drugim kryterium są przyszłe wyniki). Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepiej prezentują się perspektywy Spółki i fundamenty. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorzej prezentują się perspektywy Spółki i fundamenty.
Atrakcyjność ceny emisyjnej	Ocena atrakcyjności oferty cenowej akcji oszacowana na podstawie ogólnej metody porównawczej z sektorem i spółkami i zbliżonym profilu działalności. Im wyższy poziom koloru zielonego tym porównanie wypada korzystniej dla analizowanej firmy. Z kolei coraz wyższy poziom koloru czerwonego świadczy o malejącej atrakcyjności w stosunku do sektora na GPW.
Perspektywy dalszego rozwoju	Ocena planów inwestycyjnych, sytuacji w branży i związanych z tym szans na dalszy rozwój. Im wyższy poziom koloru zielonego tym wyższe perspektywy rozwoju. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym mniejsze perspektywy dalszego rozwoju.
Szansa wzrostu na debiucie >10%	Ocena prawdopodobieństwa wzrostu kursu na debiucie o więcej niż 10% (ocena subiektywna). Im wyższy poziom koloru zielonego tym większa szansa na taki zysk. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym szansa takiego zysku mniejsza.
Pozycja rynkowa	Ocena obecnej pozycji rynkowej spółki, uwzględniająca zagrożenie ze strony konkurentów
Podsumowanie	Ocena podsumowująca wszystkie powyższe czynniki, ze szczególnym uwzględnieniem stabilności fundamentalnej ocenianej firmy oraz jej perspektyw rozwoju i szans zarobku na debiucie. Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepiej można ocenić całościowo spółkę. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorzej wypada całościowa ocena spółki.

Niniejszej opinii jest Piotr Cieślak – analityk SII. Autor nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem, ani innymi podmiotami oferującymi lub pośredniczącymi w emisji. Opracowanie zostało sporządzone s. 5 z 5 na zlecenie: Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych 21 sierpnia 2007 r., a opublikowany przez SII w dniu 23 sierpnia 2007 r..

Treść powyższej analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi "rekomendacji" w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Zgodnie z powyższym Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autor nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na podstawie niniejszych komentarzy i analiz.

Jedynym prawnie wiążącym dokumentem zawierającym informacje o ofercie publicznej akcji Arcus SA jest opublikowany Prospekt Emisyjny akcji Arcus SA dostępny między innymi w formie elektronicznej na stronie internetowej Spółki: www.arcus.pl