



eCard

IPO

Dane podstawowe (po emisji)*

cena emisyjna (PLN)**	2,50
maksymalna cena emisyjna (PLN)***	3,50
wycena DCF (PLN)	2,60
wycena porów naw cza (PLN)	2,83
kapitałizacja (mln PLN)	60,00
EV (mln PLN)	60,53
liczba akcji (tys. szt.)	24 000
free float	29%
free float (mln PLN)	17,46

Akcjonariat (przed emisją) % akcji i głosów

Capital Partners	45,1%
Smart Capital	37,1%
PerMobile	8,0%
Konrad Korobow icz	4,9%
Radosław Sosnowski	4,9%

Akcjonariat (po emisji)* % akcji i głosów

Capital Partners	31,4%
Smart Capital	30,9%
PerMobile	0,4%
Konrad Korobow icz	4,1%
Radosław Sosnowski	4,1%

* przy założeniu emisji maksymalnej 4 mln akcji

** założona w modelu DCF

*** ustalona w prospekcie

□ Przedmiot działalności

Głównym obszarem działania eCardu jest obecnie obsługa płatności kartami płatniczymi bez fizycznego przedstawiania (środowisko Card-Not-Present - CNP czy POS-Not-Present - PSP), czyli rozliczanie płatności kartami za pośrednictwem stron www i telefonu lub obciążanie kart zleceniami stałymi oraz integracja natychmiastowych przelewów elektronicznych (ePrzelewów). Spółka uruchamia obsługiwane mniejszych płatności SMS-ami Premium, co pozwoli jej oferować kompleksową ofertę osobom prowadzącym sprzedaż przez Internet (płatność kartami, ePrzelewami i SMS-ami). eCard planuje również zająć się pośrednictwem w sprzedaży doładowań telefonów Pre-Paid (umożliwić swoim klientom prowadzenie sprzedaży za pośrednictwem internetu i poprzez fizyczną sieć sprzedaży) oraz w sprzedaży treści multimedialnych dla posiadaczy telefonów komórkowych (głównie gry i multimedia). Spółka zamierza zaoferować usługi bankom. Duże nadzieje eCard wiąże z oferowaniem pomocy przy wprowadzaniu standardu 3D Secure. Prowadzone są rozmowy, mające doprowadzić do wejścia na rynek personalizacji kart (bankowych i innych) oraz obsługi bankomatów (własnych lub będących własnością banków). Oprócz tego eCard na podstawie umowy o współpracy z firmą Xtrade świadczy usługi w imieniu tej platformy B2B.

□ Silne i słabe strony

W naszym odczuciu mocnymi stronami spółki są perspektywiczne rynki, na których działa lub chce działać, bardzo silna pozycja na rynku autoryzacji płatności kartami w internecie oraz zarząd, mający duże doświadczenie w tworzeniu spółek działających na styku bankowości, informatyki i telekomunikacji. Pozytywnie oceniamy dywersyfikowanie przedmiotu działalności. Słabą stroną jest pełnienie roli pośrednika, m.in. pomiędzy firmami o dużo większych zasobach finansowych, oraz silna konkurencja na rynkach, na które spółka dopiero chce wejść (usługi dodane dla telefonii komórkowej).

□ Wycena

Wycena wskaźnikowa, oparta na naszej prognozie wyniku netto na 2008 r. i preferowanych przez nas spółkach porównawczych (Euronet jako spółka o podobnym profilu działania, Getin Holding jako przykład dynamicznej spółki finansowej), dała wartość spółki na poziomie 72-63 mln zł (3,0-2,6 zł na akcję). Niższa wycena wynika z metody DCF (2,6 zł), co przede wszystkim jest efektem przyjęcia bety znacząco wyższej (1,3) niż w przypadku innych spółek (w przypadku bety równej 1 wycena metodą DCF wyniosłaby 3,9 zł). Należy zauważyć, że powyższe wyceny mają konserwatywny charakter także z tego powodu, że zakładają zainwestowanie środków z emisji akcji w nowe projekty (personalizacja kart, obsługa bankomatów), ale nie uwzględniają przychodów z tych inwestycji.

Dane finansowe (Polskie Zasady Rachunkowości)

mln PLN	2003	2004	2005	2006p	2007p	2008p
Sprzedaż	2,45	7,13	5,89	4,51	14,38	27,21
EBITDA	-4,01	-6,01	2,32	-1,66	1,69	5,93
EBIT	-4,42	-6,28	2,14	-2,16	0,74	4,88
Zysk netto	-4,64	-5,81	1,39	-1,76	0,56	3,87
EPS* (PLN)	-0,37	-0,43	0,07	-0,07	0,02	0,16
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS (PLN)	-	-	0,06	-	0,03	0,17
P/E **	-	-	33,6	-	107,0	15,5
P/BV **	-	-	132,45	6,90	6,49	4,57
EV/EBITDA **	-	-	26,1	-	35,7	10,2

p - prognoza BDM PKO BP S.A.

*po splicie

**wskaźniki policzone dla ceny 2,5 zł

Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A.
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00

Analitik:
Andrzej Powierza
tel. (0-22) 521-79-41
e-mail: andrzej.powierza@pkobp.pl

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

I. Podsumowanie

Charakterystyka spółki

eCard powstał jako podmiot obsługujący płatności kartami płatniczymi w Internecie. W ostatnich latach przekształca się w pośrednika świadczącego różne usługi związane z rozliczaniem transakcji zdalnych oraz oferowaniem usług dodanych związanych z telefonią GSM.

Głównym obszarem działania eCardu jest obecnie **obsługa płatności kartami płatniczymi bez fizycznego przedstawiania** (środowisko Card-Not-Present - CNP czy POS-Not-Present - PSP), czyli rozliczanie płatności kartami za pośrednictwem stron www i telefonu lub obciążanie kart zleceniami stałymi oraz **integracja natychmiastowych przelewów elektronicznych** (ePrzelewów). Spółka uruchamia **obsługiwanie mniejszych płatności SMS-ami Premium**, co pozwoli jej oferować kompleksową ofertę osobom prowadzącym sprzedaż przez Internet (płatność kartami, ePrzelewami i SMS-ami).

eCard planuje również zająć się pośrednictwem w **sprzedaży doładowań telefonów Pre-Paid** (umożliwić swoim klientom prowadzenie sprzedaży za pośrednictwem internetu i poprzez fizyczną sieć sprzedaży) oraz w sprzedaży treści multimedialnych dla posiadaczy telefonów komórkowych (głównie gry i multimedia).

Spółka zamierza zaoferować usługi bankom. Duże nadzieje eCard wiąże z oferowaniem pomocy przy wprowadzaniu **standardu 3D Secure**. Prowadzone są rozmowy, mające doprowadzić do wejścia na rynek **personalizacji kart** (bankowych i innych) oraz **obsługi bankomatów** (własnych lub będących własnością banków).

Oprócz tego eCard na podstawie umowy o współpracy z firmą Xtrade świadczy na rzecz jej klientów w imieniu Xtrade usługi **aukcji i przetargów elektronicznych, eProcurementu** (organizacja procesu zaopatrzenia w przedsiębiorstwie lub organizacji zarządzania dystrybucją) oraz **elektronicznej wymiany dokumentów** (przesyłania dokumentów pomiędzy organizacjami w formie elektronicznej).

Warto zaznaczyć, że **klientami spółki nie są konsumenci, ale banki i przedsiębiorcy** (prowadzący własne witryny internetowe lub zwykłe sklepy), których transakcje obsługuje eCard lub za pośrednictwem których sprzedaje doładowania i inne produkty związane z telefonią GSM. Z drugiej strony oczywiście musimy pamiętać, że wielkość przychodów zależy przede wszystkim (wyjątkiem jest platforma B2B Xtrade) od wydatków konsumentów (obsługiwane płatności w obrocie B2C, usługi związane z telefonią GSM).

Mocne i słabe strony spółki

W naszym odczuciu **mocnymi stronami spółki** są **perspektywiczne rynki**, na których działa lub chce działać, bardzo **silna pozycja na rynku autoryzacji płatności kartami w internecie** oraz **zarząd**, mający duże doświadczenie w tworzeniu spółek działających na styku bankowości, informatyki i telekomunikacji. Pozytywnie oceniamy **dywersyfikowanie przedmiotu działalności**.

Słabą stroną jest **pełnienie roli pośrednika**, m.in. pomiędzy firmami o dużo większych zasobach finansowych, oraz **silna konkurencja** na rynkach, na które spółka dopiero chce wejść (usługi dodane dla telefonii komórkowej).

Oczekujemy, że w ślad za rosnącą liczbą użytkowników internetu korzystających z łączy stałych wzrośnie zainteresowanie zakupami w internecie, a dzięki coraz większej liczbie kart umożliwiających dokonanie transakcji w sieci i umożliwieniu przez banki dokonywania internetowych przelewów natychmiastowych wzrośnie też możliwość dokonywania transakcji on-line. **Dlatego prognozujemy wzrost internetowych płatności kartami płatniczymi w Polsce na 40%** (nie uwzględniając dynamicznie rosnącego rynku przewoźników lotniczych).

eCard jest niekwestionowanym liderem na rynku obsługi transakcji kartami płatniczymi w Polsce (obsługuje największe polskie sklepy internetowe, jego **udział można szacować na 80-90%**).

Menadżerowie eCardu mają za sobą stworzenie drugiego wirtualnego banku w Polsce (Konrad Korobowicz był prezesem Inteligo Financial Services w l. 2000-2005) i współdziałal w sukcesie witryny wapster.pl, największego serwisu dla użytkowników komórek (Radosław Sosnowski był prezesem CT Creative Team w l. 2001-2003).

Pozytywnie oceniamy dywersyfikowanie przedmiotu działalności. Póki co polski rynek internetowych transakcji kartami płatniczymi jest zbyt mały, aby przyzwoitą rentowność mógł mieć podmiot specjalizujący się tylko w tej działalności. Przykład podobnych spółek działających na innych rynkach pokazuje, że konieczne jest wykorzystanie posiadanej infrastruktury technicznej do świadczenia innych usług. Wydaje się, że ze względu na wielkość spółki zbyt kapitałochłonne, a ze względu na rozwój rynku zbyt ryzykowne, byłoby wchodzenie w rynek autoryzacji kart w POS-ach. Dlatego naturalnym kierunkiem rozwoju jest poszerzanie zakresy usług płatniczych dla e-commerce i wejście w szybko rosnący, na razie rozdrobniony, rynek usług dodanych dla telefonii komórkowej.

Za słabą stronę eCardu uznajemy fakt, że **jest pośrednikiem, współpracującym z podmiotami o dużo silniejszej bazie kapitałowej.** Dobrze widać to na rynku autoryzacji kart płatniczych w internecie: eCard, jak każde centrum rozliczeniowe, pośredniczy pomiędzy punktem przyjmującym płatności za pośrednictwem karty (akceptantem) a organizacją wystawców kart i samymi bankami-wystawcami, ale dodatkowo korzysta z pomocy eService i banku rozliczającego (PKO BP) - można się obawiać, że w sytuacji kiedy rynek płatności internetowych znacznie wzrośnie, PKO BP postanowi mocniej zaangażować się w działalność na tym rynku i eService rozpocznie autoryzację transakcji internetowych, starając się wypchnąć z rynku niezależnego pośrednika, jakim jest eCard.

Na rynku usług dodanych spółka stawiać będzie dopiero pierwsze kroki. **Zdobycie znaczącego udziału w rynku będzie trudne ze względu na istnienie firm mających zakorzenioną pozycję** na rynku płatności za pomocą SMS-ów Premium, sprzedaży doładowań telefonów przedpłatowych czy sprzedaży treści multimedialnych, a operowanie na tych rynkach jako gracz o słabej pozycji rynkowej nie daje szans na uzyskanie atrakcyjnych marż. W pewnym stopniu równoważone to jest przez duży potencjał wzrostu tych rynków.

Struktura oferty i emisji

Kapitał zakładowy spółki dzieli się obecnie na 20 mln akcji. Przedmiotem Oferty Publicznej jest do 4 mln akcji nowej emisji, emitowanych z wyłączeniem prawa poboru (zwiększenie liczby akcji o 20%) oraz 3 mln dotychczasowych akcji, sprzedawanych przez Capital Partners (1,5 mln) i PerMobile (1,5 mln). Szczegółowe zestawienie aktualnego i oczekiwanego składu akcjonariatu przedstawia tabela poniżej. W przypadku subskrybowania i sprzedaży wszystkich akcji udział nowych akcjonariuszy wyniesie 29%. Ponieważ spółka SmartCapital w 50% jest kontrolowana przez PerMobile, to po sprzedaży utrzymany będzie układ, w którym główni akcjonariusze, bezpośrednio lub pośrednio, mają tyle samo akcji. Niecałe 5% akcji mają dwaj z członków zarządu.

	obecnie		po emisji	
	akcje	%	akcje	%
Capital Partners	9 027	45,1%	7 527	31,4%
SmartCapital	7 425	37,1%	7 425	30,9%
PerMobile	1 602	8,0%	102	0,4%
Konrad Korobowicz	973	4,9%	973	4,1%
Radosław Sosnowski	973	4,9%	973	4,1%
Pozostali	0	0,0%	7 000	29,2%
Razem	20 000	100,0%	24 000	100,0%

Źródło: spółka, BDM PKO BP S.A.

Spółka z emisji chce pozyskać ok. 10 mln zł i przeznaczyć z tej kwoty 4-6 mln zł na rozwój oferty produktowej, a co najmniej 4 mln zł na akwizycję wybranych podmiotów z branży.

Szczegółowe plany inwestycyjne opiewają na mniejszą kwotę (2 963 tys. zł). W związku z inwestycjami w 3DSecure wartość inwestycji w sprzęt komputerowy ma wynieść 750 tys. zł, a wartość opłat licencyjnych (w przypadku pozyskania zakładanej liczby klientów) 906 tys. zł. Ok. 141 tys. zł spółka planuje wydać na modernizację sprzętu informatycznego wykorzystywanego do świadczenia autoryzacji płatności kartami i integracji przelewów. Wartość inwestycji w główne i zapasowe Data Center ma wynieść 261 tys. zł. Ok. 485 tys. zł ma być przeznaczone na modernizację biura, sprzętu biurowego, serwerów i oprogramowania CRM. Inwestycja w system PolPay.Net (nabywany od Grupy PerMobile) i jego implementację mają wynieść 420 tys. zł.

Podsumowanie wyceny

Wycena wskaźnikowa, oparta na naszej prognozie wyniku netto na 2008 r. i preferowanych przez nas spółkach porównawczych (Euronet jako spółka o podobnym profilu działania, Getin Holding jako przykład dynamicznej spółki finansowej), dała wartość spółki na poziomie 72-63 mln zł (3,0-2,6 zł na akcję). Niższa wycena wynika z wyceny metodą DCF (2,6 zł), co przede wszystkim jest efektem przyjęcia bety znacząco wyższej (1,3) niż w przypadku innych spółek (w przypadku bety równej 1 wycena metodą DCF wyniosłaby 3,9 zł).

Należy zauważyć, że powyższe wyceny mają konserwatywny charakter także z tego powodu, że zakładają zainwestowanie środków z emisji akcji w nowe projekty (personalizacja kart, obsługa bankomatów), ale nie uwzględniają przychodów z tych inwestycji (innymi słowy przyjmują kompletne fiasko tych projektów, co wydaje się nieprawdopodobne).

Ze względu na duże ryzyko inwestycji w podmiot jak na razie generujący straty pozostawiamy inwestorom ocenę, czy i z jakim dyskontem do powyższych wycen akcje spółki powinny być wyceniane w trakcie IPO. Na potrzeby prognoz wyników i DCF przyjęliśmy cenę emisyjną 2,5 zł.

II. Krótki opis spółki

Przedmiot działalności

Głównym obszarem działania eCardu jest obecnie **obsługa płatności kartami płatniczymi bez fizycznego przedstawiania** (środowisko Card-Not-Present - CNP czy POS-Not-Present - PSP), czyli rozliczanie płatności kartami za pośrednictwem stron www i telefonu lub obciążanie kart zleceniami stałymi oraz **integracja natychmiastowych przelewów elektronicznych** (ePrzelewów). Spółka **uruchamia obsługiwane mniejszych płatności SMS-ami Premium**, co pozwoli jej oferować kompleksową ofertę osobom prowadzącym sprzedaż przez Internet (płatność kartami, ePrzelewami i SMS-ami).

eCard planuje również zająć się pośrednictwem w sprzedaży **doładowań telefonów Pre-Paid** (umożliwić swoim klientom prowadzenie sprzedaży za pośrednictwem internetu i poprzez fizyczną sieć sprzedaży) oraz w **sprzedaży treści multimedialnych** dla posiadaczy telefonów komórkowych (głównie gry i multimedia).

Spółka zamierza zaoferować usługi bankom. Duże nadzieje eCard wiąże z oferowaniem pomocy przy wprowadzaniu **standardu 3DSecure**. Prowadzone są rozmowy, mające doprowadzić do wejścia na rynek **personalizacji kart** (bankowych i innych) oraz **obsługi bankomatów** (własnych lub będących własnością banków).

Oprócz tego eCard na podstawie umowy o współpracy z firmą Xtrade świadczy na rzecz jej klientów w imieniu Xtrade usługi aukcji i przetargów elektronicznych, eProcurementu (organizacja procesu zaopatrzenia w przedsiębiorstwie lub organizacji zarządzania dystrybucją) oraz elektronicznej wymiany dokumentów (przesyłania dokumentów pomiędzy organizacjami w formie elektronicznej).

Linie produktowe spółki można usystematyzować według różnych kryteriów. Jedną z możliwości byłoby **skoncentrowanie się na funkcji danego produktu i odrębne opisanie**:

- usług rozliczeniowych (płatności kartami, integracja przelewów natychmiastowych, płatności SMS-ami Premium);
- usług związanych z zasilaniem kont telefonów komórkowych działających w systemie przedpłaconym (pre-paid);
- usług związanych z dystrybucją treści multimedialnych dla posiadaczy telefonów komórkowych;
- usług związanych z implementacją rozwiązania 3DS;
- usług związanych z obsługą bankomatów;
- usług związanych z personalizacją kart;
- usług związanych z obsługą platformy Xtrade.

Można by też zastosować **kryterium podmiotowe i wyodrębnić produkty przeznaczone**:

- dla przedsiębiorców (mające umożliwić im sprzedaż - płatności kartami, przelewami natychmiastowymi i SMS-ami oraz umożliwiający im dodatkowy zarobek - oferta pośredniczenia w sprzedawaniu doładowań i "contentu");
- dla banków i innych podmiotów wydających karty (3DS, personalizacja kart, outsourcing bankomatów i "hurtowe" umowy o bezpłatne dla klientów korzystanie z bankomatów);
- dla klientów indywidualnych (w pewnym stopniu sieć bankomatów).

W raporcie zastosowaliśmy kryterium mieszane i kolejno omówiliśmy:

- produkty związane z bankowością, oferowane przedsiębiorcom (płatności kartami bez fizycznej obecności karty, integracja przelewów natychmiastowych);
- produkty dodane związane z telefonią komórkową, oferowane przedsiębiorcom (SMS-y Premium wykorzystywane do płatności za produkty własne przedsiębiorców, możliwość sprzedaży treści multimedialnych i doładowań kart pre-paid);

- produkty oferowane bankom i innym instytucjom wydającym karty oraz ich klientom (3DS, personalizacja kart, bankomaty) oraz działalność związaną z platformą Xtrade.

Historia spółki

Spółka została **założona w marcu 2000 r.** przez Computerland i PFR BRE, spółkę zależną BRE Banku, w celu prowadzenia autoryzacji kart płatniczych w internecie. W listopadzie 2000 r. grono akcjonariuszy poszerzyło się o BZ WBK. Od października 2000 r. eCard prowadzi autoryzację kart płatniczych Visa i MasterCard, a od grudnia 2004 r. także American Express. Współpracował przy tym najpierw z centrum autoryzacyjno-rozliczeniowym BZ WBK, a od lutego 2006 r. z PKO BP i centrum autoryzacyjno-rozliczeniowym e-Service. W maju 2003 r. spółka wdrożyła standard 3DSecure przy rozliczaniu kart Visa, a pięć miesięcy później także dla kart systemu Mastercard. W lipcu 2001 r. eCard uruchomił usługi Mikropłatności, od września 2003 r. jest operatorem platformy XTrade, a od czerwca 2005 oferuje integracje internetowych przelewów natychmiastowych.

Dynamiczny wzrost rozliczanych płatności, a tym samym przychodów spółki, **przerwało w 2004 r. zaprzestanie świadczenia usług przez głównego klienta, czyli AirPolonię**. Straty związane z upadłością firmy (nie licząc utraconych korzyści) można szacować na -2,1 mln zł.

We wrześniu 2005 r. spółka została odkupiona od BRE, BZ WBK i Computerlandu **przez Capital Partner i PerMobile**. Nabywcy zapłacili łącznie ok. 3,5 mln zł za akcje i należności od spółki. W grudniu 2005 r. akcje spółki nabyła spółka Smart Capital (w 50% kontrolowana przez PerMobile) i dwa członkowie zarządu: Konrad Korobowicz i Radosław Sosnowski. Akcjonariusze dokapitalizowali spółkę kwotą 1,3 mln zł, tak więc ich łączne wydatki na przejęcie 100% spółki wyniosły 4,8 mln zł.

Pod koniec 2005 r. **eCard podpisał umowę licencyjną z Arcot Inc. na wdrażanie oprogramowania 3DSecure** dla polskich banków-wystawców kart.

Zarząd

W skład zarządu spółki wchodzi cztery osoby: prezes Konrad Korobowicz, wiceprezes Radosław Sosnowski oraz członkowie Małgorzata Ciszewska i Ireneusz Kuchorski.

Konrad Korobowicz pracował w bankowości (m.in. w l. 1995-1997 w BDK) oraz ubezpieczeniach (w l. 1998-2000 w Heros Life), a ostatnie lata poświęcił przede wszystkim stworzeniu drugiego polskiego banku wirtualnego Inteligo (w l. 2002-2005 był prezesem zarządu w spółce Inteligo Financial Services). Z kolei **Radosław Sosnowski** rozpoczął karierę zawodową w bankowości (pracował m.in. w l. 1993-1999 w GINB) i spółkach okołobankowych (w l. 1999-2000 w Polcardzie), a następnie zajął się nowymi technologiami (m.in. CT Creative Team i inne spółki z grupy Elektrimu, a obecnie PerMobile). Obaj wchodzi w skład zarządu spółki od 2005 r.

Dłuższy staż pracy w spółce mają pozostali członkowie zarządu. **Małgorzata Ciszewska**, wcześniej zatrudniona w Polcardzie (l. 1991-2000), przeszła do eCardu w 2000 r. a w skład zarządu wchodzi od 2004 r. **Ireneusz Kucharski** pracował w GINB (l. 1994-1998), BPH (l. 1998-1999) i spółce Pażur (l. 1999-2000), a od 2000 r. jest dyrektorem finansowym eCardu (od 2002 r. wchodzi w skład zarządu).

Konkurenci

Najbliższym konkurentem jest Polcard: jedyna polska spółka konkurująca na rynku płatności kartami w sieci, jeden z dwóch poważnych konkurentów na nowym rynku e-Cardu, czyli obsłudze bankomatów i personalizacji kart. Polcard należy do firmy GTECH, zajmującej się przede wszystkim obsługą gier losowych (w Polsce obsługuje Totalizatora Sportowego). Należy pamiętać, że GTECH zostanie w bieżącym roku przejęty przez Lottomatica (jednego z największych na świecie operatorów loterii i totalizatorów na świecie), co na pewno nie sprzyja aktywności rynkowej Polcardu.

Spółką o zbliżonym profilu biznesowym do eCardu jest Euronet Worldwide, firma specjalizująca się przetwarzaniu bezpiecznych elektronicznych transakcji finansowych (głównie obsługą bankomatów), przetwarzaniem transakcji pre-paid i udostępnianiem oprogramowania. Euronet jest właścicielem największej sieci bankomatów w Europie (na całym świecie obsługuje 7,2 tys. bankomatów i 33 tys. POS-ów), a sprzedaż doładowań telefonów przedpłaconych (pod marką e-pay w Wielkiej Brytanii, Irlandii, Nowej Zelandii i Malesji oraz w Polsce, transat w

Niemczech i PaySpot w USA) prowadzi dla ponad 50 operatorów w 237 tys. terminalach POS na całym świecie (m.in. w takich sieciach handlowych jak Asda Walmart, Woolworth's, Tesco, Sainsbury's i BP). Spółka wchodzi też na rynek przekazów pieniężnych o outsourcingu usług związanych z kartami. Z obsługi transakcji pre-paid pochodzi 77% przychodów i 54% skorygowanej EBITDA, z transakcji w bankomatach i POS-ach odpowiednio 20% i 41%, a z oprogramowania 3% i 5%. Olbrzymi wzrost liczby przetwarzanych przez spółkę transakcji (710 mln w 2005 r., w tym 361 mln transakcji bankomatowych i 348 mln doładowań kont pre-paid, wobec 57 mln zł, wyłącznie bankomatowych, transakcji w 2001 r.) i wzrost przychodów (531 mln USD wobec 61 mln USD w 2001 r.) wynika z wejścia na nowe rynki: Euronet powstał jako spółka działająca w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, a obecnie działa m.in. w Indiach i Chinach. Rosnąca zyskowność spółki (skorygowany wynik EBITDA 75 mln USD w 2005 r. wobec 3 mln USD w 2001 r.) jest oczywiście dobrym prognostykiem dla eCardu, ale jako ostrzeżenie należy potraktować fakt, że wyższą zyskowność udało się uzyskać dopiero po znacznym zwiększeniu skali działania: Euronet zrobił to poprzez ekspansję geograficzną, eCard planuje poszerzyć zakres świadczonych usług.

III. Płatności oparte na produktach bankowych

Obsługa płatności kartami płatniczymi za pośrednictwem stron www

Spółka pełni rolę agenta rozliczeniowego pomiędzy sprzedawcą a bankami wydającymi karty oraz organizacjami płatniczymi (obecnie współpracuje z trzema organizacjami: Visa, MasterCard oraz American Express). eCard pozyskuje i podłącza klientów do swojego systemu, bierze udział w procesie autoryzacji kart płatniczych, przekazuje transakcję do rozliczenia oraz na bieżąco współpracuje ze sklepami.

Rozliczenia finansowe są dokonywane przez banki i centra rozliczeniowe współpracujące ze spółką i działające w ramach międzynarodowych organizacji kart płatniczych. Warto dodać, że spółka nie dokonuje przedpłat, tylko przekazuje klientom środki uzyskane od banków-wystawców. Ryzyko spółki polega przede wszystkim na tym, że zgodnie z regulacjami obrotu elektronicznego, jako centrum autoryzacji ponosi odpowiedzialność za niewykonanie usługi / niedostarczenie produktu przez sprzedawcę. Bolesnie odczuł to eCard po bankructwie obsługiwanej przez niego AirPolonii, kiedy klienci przewoźnika otrzymali od swoich banków zwrot płatności za niewykorzystane bilety, a banki odzyskały te kwoty od stron pośredniczących w transakcji, w tym od eCardu, który pozostał z roszczeniami do masy upadłościowej AirPolonii.

Na rynku transakcji w POS-ach dominującą pozycję ma Polcard (48% pod względem obrotów w 2004 r.), kolejne miejsca zajmują eService PKO BP (19%), CKC Pekao (17%) i CardPoint (16%). eCard, działając razem z eService i PKO BP, jest jednym z dwóch polskich podmiotów oferujących usługę autoryzacji kart w Internecie (455 sklepów). Drugim graczem na rynku jest Polcard (220 sklepów). Autoryzacji bez fizycznej obecności karty (bez POSa) nie oferuje ani Centrum Kart (CKC) Pekao ani CardPoint (do 2004 r. oferował tę usługę Bank Handlowy - CitiConnect). W krajowym rynku internetowych płatności kartami (definiowanym jako autoryzacja dokonywana przez polskie centra) eCard, według własnych szacunków, ma ok. 90%. Według naszych obliczeń, opartych na danych NBP za 2005 r., **udział eCardu szacujemy na 40% pod względem liczby obsługiwanych podmiotów, 63% pod względem liczby operacji i 77% pod względem wartości transakcji** (udział w rynku pod względem ilości obsługiwanych podmiotów może być zaniżony, ponieważ może być konkurencja, w przeciwieństwie do eCardu, nie rozwiązuje umów z nieaktywnymi klientami; według pełnych danych centrów autoryzacyjnych za 2004 r., udział eCardu pod względem ilości transakcji wynosił 78%, a pod względem wartości 87%). Powyższe liczby potwierdzają wrażenie, które można odnieść odwiedzając najbardziej znane polskie sklepy internetowe - **eCard jest bezdyskusyjnym liderem w obsłudze innych niż linie lotnicze firm sprzedających przez internet.** Póki co w małym stopniu obsługuje największych internetowych sprzedawców, czyli linie lotniczych, jednak dzięki wdrożeniu wielowalutowości ma nadzieje na pozyskanie klientów z tej branży.

eCard ma mały udział w obsłudze witryn o małych obrotach (małe sklepy internetowe, witryny osób traktujących sprzedaż w Internecie jako dodatkowe źródło dochodu). Wynika to z polityki firmy, która m.in. wymaga wnoszenia comiesięcznych opłat abonamentowych. **Małe sklepy korzystają z pośredników wyspecjalizowanych w obsłudze mikro-sklepów, oferujących płatności kartami bez miesięcznego abonamentu** (ale często z dużo wyższymi prowizjami od każdej płatności), często nawet bez umowy. Tacy pośrednicy mają wykupioną usługę autoryzacji w jakimś centrum autoryzacyjnym i z punktu widzenia agenta rozliczeniowego są akceptantem, przyjmującym płatność za swoją usługę lub towar. eCard wypowiedział umowy wszystkim swoim klientom prowadzącym taką działalność, w trakcie wypowiedzania jest Polcard. **Działalność tego rodzaju pośredników za nielegalną uznaje NBP**, ponieważ, zgodnie z ustawą o elektronicznych instrumentach płatniczych, system autoryzacji i rozliczeń mogą prowadzić tylko agenci rozliczeniowi, a więc podmioty spełniające określone wymogi (m.in. kapitał zakładowy nie niższy niż 1 mln euro, opłacony gotówką) i podlegające nadzorowi NBP. Spółka liczy, że ze względu na wypowiedzanie umów przez eCard i Polcard oraz działania nadzoru bankowego, zmaleje konkurencja ze strony podmiotów świadczących usługi pośrednictwa finansowego dla witryn o małych obrotach.

Spółka przygotowuje produkt skierowany do mikro-sklepów. Przedsiębiorcy wybierający ten produkt zapłacą mniej, a w zamian otrzymają oprogramowanie do samodzielnego zainstalowania, umożliwiające im korzystanie z płatności oferowanych przez spółkę.

Innymi usługami dodatkowymi, oferowanymi przez spółkę, jest wielowalutowość oraz 3DS (Three Domain Secure). **Wielowalutowość** pozwala klientowi sklepu internetowego wybrać walutę, w której dokonana zostanie płatność, a tym samym uniknąć ryzyka związanego z

nieznajomością kursu przeliczeniowego. Wielowalutowość jest wymagana albo przynajmniej oczekiwana przez linie lotnicze, które z natury rzeczy prowadzą sprzedaż dla klientów z różnych krajów. Usługi związane ze standardem 3DS mają stać się samodzielnym źródłem przychodów i dlatego omawiamy je w rozdziale V.

Obsługa płatności kartami płatniczymi dokonywanych za pośrednictwem telefonu

W ramach obsługi transakcji kartami fizycznymi bez fizycznej obecności spółka oferuje **możliwość dokonywania płatności za pośrednictwem telefonu**. Płatność dokonywana jest za pomocą **Call Center** (podobna usługę świadczy PolCard) oraz **techniki IVR**, czyli Interactive Voice Response (żaden inny podmiot nie oferuje takich płatności). W przypadku pierwszego sposobu płatności podaje się dane karty operatorowi, w drugim przypadku wprowadza się dane samemu, za pomocą klawiatury telefonu.

Płatność kartami przez telefon wykorzystywana jest nie tylko przez sklepy internetowe, ale także przez inne firmy prowadzące sprzedaż wysyłkową. **Może być wykorzystywana przez firmy otrzymujące masowe płatności** (np. operatorów telekomunikacyjnych), **a także jako narzędzie usprawniające "miękką windykację"** (pracownik firmy windykującej dzwoni do dłużnika, przypomina o zaległości i proponuje natychmiastowe zapłacenie należności za pomocą karty płatniczej). Usługę taką wdrożono dla Polkomtela, Netii i PZU.

Obsługa płatności kartami płatniczymi dokonywanych za pomocą zlecenia stałego

eCard oferuje również **możliwość pobierania opłat** (np. abonamentowych z tytułu pakietu ochrony medycznej czy usług telewizji kablowej) **w formie zlecenia stałego** obciążającego rachunek karty bankowej.

Integracja ePrzelewów

Rosnącą popularność zdobywają **tzw. ePrzelewy, czyli natychmiastowe przelewy dokonywane przez klientów mających konta internetowe**. ePrzelewy są wykorzystywane do płatności w sklepach internetowych, a ich popularność wynika częściowo z **większej dostępności niż zdalnej płatności kartami** (więcej osób, zwłaszcza wśród aktywnych internautów, ma rachunki internetowe niż posiada karty umożliwiające dokonywanie przez internet), a częściowo z **większego zaufania klientów** (przy ePrzelewach transakcji dokonuje się na stronach banku klienta). Obecnie natychmiastowe przelewy internetowe oferuje BRE (klientom mBanku i MultiBanku), BZ WBK, BPH, Nordea, PKO BP (klientom PKO BP i Inteligo).

Rola eCardu polega na zaoferowaniu firmie prowadzącej sprzedaż przez internet możliwości przyjmowania płatności od wszystkich banków mających taką usługę, bez konieczności podpisywania osobnych umów z każdą z tych instytucji.

Integratorami ePrzelewów są także inne firmy specjalizujące się w płatnościach internetowych (m.in. AllPay, płatności.pl i PayU), ale, podobnie jak w przypadku obsługi transakcji kartowych, legalność ich działalności jest kwestionowana przez NBP.

Perspektywy rynku e-commerce

Dla przychodów z obsługi płatności kartami płatniczymi oraz integracji przelewów natychmiastowych dominujące znaczenie mają przychody z obsługi e-commerce, dlatego temu rynkowi poświęcimy szczególnie dużo uwagi.

Rynek, na którym działa spółka, czyli zdalne płatności kartą i inne płatności elektroniczne rozwijać się będzie w zależności od zapotrzebowania klientów na tego typu operacje (co będzie pochodną zainteresowania transakcjami w sieci i innego wykorzystania zdalnych płatności) oraz możliwości klientów dokonania takich płatności (posiadanie karty umożliwiającej zdalną płatność, posiadanie konta internetowego, posiadanie telefonu komórkowego).

Liczbę komputerów PC w Polsce na koniec 2005 r. szacuje się na 5,5 mln szt, a liczbę internautów (osób korzystających z internetu w domu, pracy lub w innych miejscach) **na ok. 10 mln** (z tego ok. 8 mln ma powyżej 15 lat), oznacza wzrost o 278% w stosunku do 2000 r. Różne źródła podają, że komputer ma ok. 36%-43% gospodarstw domowych, a dostęp do internetu 25%-29%. W większości krajów dostęp do internetu posiadają prawie wszystkie gospodarstwa domowe mające komputer (dla Europy Zachodniej odsetek gospodarstw wyposażonych w komputer i mających dostęp do Internetu wynosi odpowiednio 55% i 50%). Można uznać, że

potencjalnie każdy posiadacz komputera jest zainteresowany dostępem do internetu, a to oznacza, że tylko od dostępności technologicznej i cenowej zależy, kiedy poziom penetracji Internetu dojdzie do poziomu 40%. Według prognoz Międzynarodowej Unii Telekomunikacji (ITU) poziom 50% osiągnięty zostanie w 2010 r., aczkolwiek autorzy raportu IAB są mniej optymistyczni. Należy bowiem zauważyć, że **przyrost liczby internautów w 2005 r. był znacząco mniejszy niż w latach poprzednich**, co tłumaczy się stosunkowo dużym nasyceniem w największych miastach (w miastach powyżej 500 tys. mieszkańców dostęp do sieci posiada 40% mieszkańców) i wysokim poziomem penetracji wśród młodych ludzi (ok. 70% w wieku 15-19 lat). Z badań TNS OBOP przeprowadzonych w październiku 2005 wynika też, że zmniejszyła się liczba osób planujących uzyskanie dostępu do Internetu w okresie najbliższych 6 miesięcy.

Nie tylko rośnie liczba internautów, ale i **zmienia się sposób łączenia się z internetem.** Z 2,1% w 2000 r. do 85,2% w 2005 r. wzrósł udział osób korzystających z łącza stałego. **Przejście z dostępu wdzwanianego na stałe łącze w sposób naturalny wpływa na wydłużenie czasu spędzanego w sieci.** Ilustrują to badania Nielsen/Net rating z sierpnia 2005 r. Na świecie pomiędzy sierpniem 2004 i 2005 r. udział łącz szerokopasmowych wzrósł o 46%. W tym czasie liczba internautów zwiększyła się tylko o 6%, ale znacząco wzrosło wykorzystanie internetu: liczba sesji na użytkownika o 8%, czas spędzany w sieci o 18%, liczba unikalnych domen na osobę o 23% i liczba odsłon na osobę o 36%. Innymi słowy przeciętny internauta trochę częściej łączył się z internetem, każda sesja trwała dłużej, a podczas niej oglądał dużo więcej stron. Co prawda w Polsce w stosunku do krajów Europy Zachodniej niskie jest wykorzystanie łącz o wyższej przepustowości (powyżej 128 kbps), to jednak wydaje się, że **dla długości korzystania z internetu kluczową sprawą jest sposób łączenia (łącze stałe czy modem), a zwłaszcza sposób naliczania opłat (opłata stała czy uzależniona od czasu połączenia).** Tak więc w pełni zrozumiały jest raportowany przez ośrodki badawcze i największe portale dynamiczny wzrost liczby odsłon. Według Magapanel PBI/Gemius średni czas korzystania z internetu przez użytkownika pomiędzy listopadem 2004 i listopadem 2005 wzrósł o 36%, a średnia liczba odsłon o 46%.

Aż 43,8% osób korzystających z Internetu to uczniowie lub studenci, stosunkowo dużo jest przedstawicieli wolnych zawodów (7,5%), urzędników (6,5%), handlowców (5,5%), prowadzących działalność gospodarczą (4,4%) czy kierowników niższego szczebla (3,9%). W wyniku tego **przeciętny polski Internauta jest dobrze wykształcony** (16,0% osób ma wyższe wykształcenie, kolejne 22,5% pomaturalne, licencjackie i niepełne wyższe), **choć niekoniecznie dobrze zarabiający** (43% użytkowników sieci deklaruje brak dochodów, a tylko 2,3% dochód powyżej 3 tys. zł). Liczba kobiet korzystających z sieci prawie zrównała się z liczbą mężczyzn (stanowią obecnie 49,6% internautów), ale cały czas mężczyźni dwukrotnie częściej niż kobiety robią zakupy za pośrednictwem internetu. Wyrównuje się średni czas spędzany w sieci przez kobiety (21 godz. 41 min miesięcznie) i mężczyzn (23 godz. 12 min). Aż 1/5 użytkowników internetu przypada na Warszawę i okolice, a silnie niedoreprezentowana jest wieś (mieszka tam 39% populacji, a pochodzi stamtąd tylko 23% internautów).

Podsumowując, **być może zwalnia tempo przyrostu liczby internautów, ale wzrasta korzystanie z Internetu, co w połączeniu z naturalnym "starzeniem się" społeczności internetowej sprzyja rozwojowi e-commerce.**

Według raportu IAB **obroty polskiego e-commerce w 2005 r. wzrosły o 63% i wyniosły 3,1 mld, z czego 1,3 mld zł przypadło na obroty sklepów**, a 1,8 mld zł na platformy aukcyjne (przede wszystkim Allegro.pl). Stanowiło to 1% całości obrotów detalicznych w Polsce. Autorzy raportu szacują liczbę sklepów internetowych na 800, ale nie wiadomo, jaką przyjmują definicję sklepu internetowego.

Aż 42% użytkowników internetu deklaruje dokonywanie zakupów online, a do regularnych zakupów (przynajmniej raz w roku) przyznaje się 1/3 internautów. Według TNS OBOP odsetek Internautów dokonujących zakupów on-line zwiększył się z 12% w 2002 r., 17% w 2003 r. i 23% w 2004 r. do 34% w 2005 r., co pokazuje, że w ostatnich latach zmienia się model korzystania z internetu i coraz częściej jest wykorzystywany do dokonywania zakupów (nastąpiło podwojenie odsetka Internautów kupujących on-line w okresie dwóch lat, potrojenie w okresie trzech lat). Podobne wnioski płyną z najnowszego badania firmy Gemius, w którym 55% internautów zadeklarowało dokonanie choć raz zakupu w sieci. Oznacza to wzrost z 41% w 2005 r. Co ciekawe, prawie bez zmian pozostał odsetek osób dokonujących regularnych zakupów (4% kupuje raz w tygodniu, 15% kilka razy w miesiącu i 18% mniej więcej raz w miesiącu), zmalał znacząco odsetek osób które tylko raz kupiły przez internet (z 24% w 2005 r. do 13%) i równie znacząco wzrósł procent osób, które kupują kilka razy w roku (38% wobec 31% rok temu). Innymi słowy dokonanie pierwszego zakupu ośmiela do bardziej intensywnego korzystania z handlowych możliwości internetu. Częstsze zakupy zadeklarowało 38% badanych, rzadsze tylko 1%.

Średnie wydatki on-line na mieszkańca wzrosły z 24 zł w 2003 r. do 75 zł w 2005 r., co w dalszym ciągu jest kwotą niższą niż wydatki w krajach "starej Unii" (108 zł, przeliczając na średnią pensję) czy w USA (240 zł, przeliczając na średnią pensję). Średnio europejski konsument na wydatki w sieci wydaje rocznie 720 euro, najwięcej w Wielkiej Brytanii (1285 euro), a najmniej we Francji (373 euro). **W 2006 r. wzrosła w Polsce grupa kupujących wydających miesięcznie 100-250 zł (22% wobec 18% przed rokiem) i 250-500 zł (13% wobec 10%), a zmalał odsetek wydających mniejsze kwoty (do 50 zł wydaje 7% wobec 8% przed rokiem, 50-100 - 16% wobec 19%).**

W Polsce **największą popularnością cieszą się aukcje internetowe** (wg raportu IAB 44% dokonujących zakupów on-line kupowała tylko tam, dodatkowo 25% także w sklepach, a więc 69% korzystających z e-commerce skorzystało z aukcji, a 56% ze sklepów, podobne wnioski płyną z raportu Gemius). W segmencie sklepów internetowych dominują linie lotnicze (w 2005 r. przypadło na nie 44% obrotu, oznaczało to spadek w stosunku do 75% w 2004 r., wywołany upadkiem Air Polonii - inne tanie linie lotnicze nie są obsługiwane przez polskich agentów rozliczeniowych). Sprzedaż przez platformy aukcyjne, formalnie należąca do segmentu C2C, ma zróżnicowany charakter. Ponad połowa sprzedaży w 2005 r. na Allegro przypadła na towary nowe i nieużywane, ponad połowa transakcji dokonywana była po stałej cenie bez licytacji i ponad połowa została przeprowadzona przez osoby sprzedające stale na tej platformie - a więc można przypuszczać, że **połowa obrotów aukcji stanowi sprzedaż B2C, a całkowitą wartość internetowego rynku B2C można oszacować na 2,2 mld zł.**

Wielkość rynku biletów lotniczych kupowanych przez internet/telefon widać dobrze na przykładzie AirPolonii - **w 2004 r. eCard obsługiwał internetowe płatności za bilety tego przewoźnika o wartości 93 mln zł. Roczne wydatki Polaków na bilety SkyEurope szacujemy na 160 mln zł, podobne kwoty wydawane są na bilety WizzAir.**

Rosną także obroty internetowych biur podróży, sprzedających bilety lotnicze oraz wycieczki. Szacuje się, że na wyjazdy urlopowe sprzedawane w internecie przypada od 2% do 4% całego rynku turystycznego w Polsce, a roczny wzrost wynosi 100%-150%. Dla przykładu, przychody travelplanet wyniosły w I kw. 2006 r. 5,5 mln zł, co oznaczało wzrost o 148%.

Wzrostowi obrotów e-commerce sprzyjać będzie nie tylko łatwość dostępu do internetu, ale także większe zaufanie do zakupów on-line oraz rosnąca możliwość dokonania natychmiastowej płatności. Nieufność wobec transakcji w internecie może zmaleć pod wpływem zapoznawania się z doświadczeniami znajomych, a po przełamaniu bariery psychicznej i dokonaniu pierwszego zakupu szybko można stać się fanem zakupów w sieci. Należałoby oczekiwać także akcji edukacyjnych, podkreślających bezpieczeństwo transakcji internetowych. **Na razie niestety banki wręcz zniechęcają do posługiwania się kartą**, przerzucając ryzyko oszukańczych transakcji bez okazania karty na klienta (ustawa o elektronicznych instrumentach płatniczych wyłącza odpowiedzialność klienta za takie transakcje, ale pozwala na odmienne uregulowanie tej sprawy w umowie - większość banków wykorzystała tę furtkę i wbrew światowym tendencjom przeniosła ryzyko na klienta).

Płatności będą szły w ślad za rosnącymi obrotami. Na razie dużo transakcji jest opłacanych nie poprzez sieć. **Wg NBP płatności kartami w sieci w 2005 r. wyniosły 206 mln zł, co oznacza, że na tę formę płatności przypadło 16% obrotów sklepów internetowych i 9% szacowanego rynku B2C.** Przyjmując dane eCardu (wartość płatności on-line kartą w 2005 r. 325 mln zł) uzyskujemy 25% obrotów sklepów internetowych i 15% całego rynku B2C. Pozostałe płatności dokonywane są za pośrednictwem przelewów (w tym zdobywających coraz większą popularność przelewów natychmiastowych) oraz w formie gotówkowej (za pobraniem pocztowym). Największy udział płatności kartowe mają w zakupach biletów lotniczych (50-60%). Wprowadzenie natychmiastowych płatności internetowych znacząco powiększyło grupę osób mogących dokonać płatności on-line.

Liczba kart akceptowanych w sieci, mimo dynamicznego wzrostu, ciągle jest mała. Na 20,4 mln kart, 15,6 mln to karty debetowe - prawie zawsze wydawane jako karty elektroniczne (płaskie), w przypadku których decyzja w sprawie dopuszczenia do transakcji w sieci leży w gestii banków, a z większych polskich instytucji finansowych jedynie Inteligo na większą skalę dopuściło swoje karty płaskie do płatności internetowych. Wypukłymi są karty z odroczonej płatnością (0,6 mln) i większość, ale nie wszystkie, karty kredytowe (wszystkich kart kredytowych jest 4,2 mln, ale najpopularniejsze, takie jak Błękitna Karta Kredytowa PKO BP, są kartami płaskimi). Według IAB w Polsce **na koniec 2005 r. liczba kart akceptowanych w internecie wyniosła 3,9 mln.** Istotną zmianę przyniosłoby dopuszczenie kart "płaskich" do dokonywania transakcji w sieci - do podjęcia tej decyzji może banki przekonać wdrożenie technologii 3DS (patrz poniżej). Spodziewamy się jednak, że na razie banki będą starały się zwiększyć popularność kart wypukłych,

obniżając limity dochodu wymagane przy ubieganiu się o karty kredytowe czy generalnie promując karty jako nośnik kredytu, także gotówkowego (porównaj karty Getin Banku bez dodatkowej opłaty za pobranie pieniędzy z bankomatu).

Zauważmy też, że niewątpliwie w ostatnim okresie **szybko rośnie liczba kart kredytowych** (+108% w 2005 r.), **ale w wolniejszym tempie ich użycie** (wartość i ilość transakcji wzrosła o ok. 50%). Karty kredytowe są dużo rzadziej wykorzystywane niż karty debetowe czy karty z odroczonym terminem płatności (średnia miesięczna wartość transakcji wynosi 978 zł dla kart debetowych, 971 dla kart charge i 282 zł dla kart kredytowych). Ujmując to w inne słowa: karty kredytowe stanowią 20% kart w obiegu, a przypada na nie 10% transakcji o wartości stanowiącej 7% transakcji ogółem. W dużym stopniu jest to spowodowane tym, że karty debetowe są wykorzystywane przede wszystkim do pobierania pieniędzy z bankomatów - gdyby przyjąć, że nie są wykorzystywane do pobierania gotówki, a jedynie do płatności, to przypadałoby na nie blisko 1/3 całości obrotu bezgotówkowego.

Liczba kont z dostępem internetowym w bankach umożliwiających dokonywanie płatności natychmiastowych wzrosła do 3,3 mln. W dodatku wśród posiadaczy tych rachunków (w przeciwieństwie do posiadaczy kart wypukłych) dominują osoby młode, oswojone z internetem. Ważne jest, że nie tylko rośnie liczba kont internetowych, ale i wykorzystanie internetowego kanału przez klientów, który staje się coraz popularniejszy i jest wykorzystywane nie tylko przez klientów wykonujących ponadprzeciętną liczbę operacji. Na przykład w ING BSK w przeciągu roku liczba kont internetowych wzrosła o 103%, ilość wykonywanych transakcji o 38%, a ich wartość o 17%, a w Kredyt Banku wzrost liczby kont z dostępem internetowym wyniósł 42%, a liczby przelewów zleconych za pośrednictwem KB24 31%. Z kolei Bank Millennium podał, że ponad 72% przelewów wykonywanych jest za pomocą internetu. Każdego dnia w systemie Pekao24 loguje się 100 tys. klientów banku, a łącznie korzysta z niego 600 tys. osób.

Naszym zdaniem należy się spodziewać, że **w najbliższych latach najszybciej rosnąć będzie wolumen płatności za pośrednictwem przelewów natychmiastowych**, a za ok. 5 lat ponownie wyższą dynamikę wykażą karty płatnicze. We wrześniu 2005 r. w serwisie Przelewy24.pl na karty płatnicze przypadało 16% obrotów, na przelewy natychmiastowe z czterech banków (mBank, Interigo, Multibank i BZ WBK) 27%, a 57% na tradycyjne przelewy.

IV. Usługi dodane dla użytkowników telefonii komórkowej

Coraz bardziej masowym rynkiem staje się rynek usług dla posiadaczy telefonów komórkowych. **Łączna liczba użytkowników komórek wyniosła na koniec I kw. 30,7 mln osób (penetracja 80,5%), a Orange szacuje że w 2007 penetracja przekroczy 100%**. Pewną barierę dla rozwoju rynku usług dodanych stanowi struktura rynku, prawie równo podzielonego pomiędzy trzech graczy (na koniec marca PTC miał 34,2%, Centertel 33,9%, Polkomtel 31,9% udziału w rynku mierzonego liczbą kart SIM, w 2005 r. podobne były zyski wszystkich operatorów, które wyniosły odpowiednio 1154 mln zł, 1042 mln zł i 1067 mln zł). Póki co operatorzy osiągają wysokie marże na usługach tradycyjnych i nie widzą potrzeby inwestowania w nowe usługi (np. mikropłatności). **Wraz z kurczeniem się marż w wyniku bardziej zażartej (efekt wejścia czwartego operatora i dopuszczenia MVNO) walki o wolniej rosnący rynek (wynik wyższej penetracji) większym zainteresowaniem operatorów będzie się cieszyć poszerzenie oferty o usługi dodane.**

Z badań firmy Gemius przeprowadzonej wśród internautów wynika, że najpopularniejszymi usługami dodanymi jest kupowanie dzwonek (68% internautów zadeklarowało korzystanie z tej możliwości), udział w konkursach SMS-owych (56%) i wysyłanie SMS-ów charytatywnych (56%) oraz ściąganie gier (44%) i grafiki (42%). Co ciekawe, z ankiety wynika, że większość korzystających to kobiety. Większość badanych korzysta z usług mobilnych rzadziej niż raz w miesiącu. Na pobieranie grafik i dzwonek 2/3 przeznaczają mniej niż 5 zł miesięcznie, ale 3% badanych wydaje na grafiki ponad 50 zł.

Premium Rate w telefonii komórkowej

Z usług Premium Rate korzysta co trzeci posiadacz telefonu, czyli 10 mln użytkowników. **Rynek SMS Premium można szacować na 434 mln. Według prognoz One-2-One do 2007 r. jego wartość się prawie podwoi i osiągnie 730 mln zł.**

Na rynku Premium SMS aktywne są różnego rodzaju podmioty, **wykorzystujące tę usługę telekomunikacyjną w różny sposób: jest wykorzystywana do prowadzenia promocji, konkursów i głosowań, jak również do sprzedaży produktów multimedialnych (gier, tapet i dzwonek) oraz do dokonywania płatności za serwisy SMS-owe**, dostęp do stron internetowych oraz za inne produkty/usługi. Wśród najbardziej aktywnych graczy można wymienić:

- giełdowy MNI (organizator akcji marketingowych wykorzystujących SMS-y Premium, MMS-y Premium i taryfy specjalne w telefonii stacjonarnej, spółka planuje też przygotowanie oferty nowych produktów multimedialnych dla segmentu mobilnego, szczególnie w zakresie dzwonek polifonicznych, gier JAVA oraz plików muzycznych);
- CT Creative Team (operator największego portalu dla użytkowników telefonii komórkowej WapSter.pl czy serwisów SMS dla Onet.pl, WP.pl, Interia.pl oraz MTV);
- One-2-One (spółka, należąca do MCI Management, m.in. prowadzi platformę supersms.pl, wykorzystywaną do organizowania promocji, konkursów i głosowań, przychody w 2005 r. wyniosły 9,2 mln zł, co oznacza wzrost o 107% w stosunku do roku ubiegłego);
- Telecom Media (spółka z grupy BB Investment, mniejszościowy udział ma MCI Management, m.in. sprzedaje dzwonki i obsługuje multimedialnie przedsięwzięcia telewizyjne);
- Phonesat (promocje, konkursy, sondaże, płatności);
- EL2 (promocje, konkursy, płatności);
- Avantis/Emisja (konkursy SMS-owe, sprzedaż multimedialnych treści do telefonów komórkowych; spółka, o obrotach w 2005 r. 30 mln zł i rentowności 20%, za 35 mln zł został przejęta przez francuską grupę Jet Multimedia, cena może zostać powiększona o 40 mln zł, w zależności od wyników spółki w I. 2006-2007);
- Serwisy Wydawnictwa Bauer;
- Serwisy Wydawnictwa Axel Springer;
- TeleAudio (Audiotekst i inne usługi Premium oraz płatności);
- i inne firmy marketingowe oraz grupy medialne (Adv.pl, Point Group, portale).

Płatności SMS-ami

Usługa telekomunikacyjna o podwyższonej płatności Premium Rate (SMS-y Premium) umożliwia pobieranie kilkuzłotowych opłat, m.in. za dostęp do zawartości stron internetowych czy inne drobne produkty lub usługi. eCard jest obecnie na etapie technicznego uruchamiania usługi dla pierwszych klientów. W bieżącym roku planowane jest zaoferowanie tych rozwiązań dotychczasowym oraz wybranym nowym klientom.

Płatność za pomocą SMS-ów Premium jest usługą komplementarną w stosunku do innych form płatności. Podstawową jej zaletą jest łatwość skorzystania z tej formy płatności przez potencjalnych klientów, co wynika z olbrzymiej popularności telefonów komórkowych (penetracja wynosi obecnie ok. 80%, co trzeci użytkownik komórki korzysta z SMS Premium) i szybkości transakcji (telefon komórkowy zwykle jest pod ręką, większość użytkowników ma dużą wprawę w wysyłaniu SMS-ów). Wadą, z punktu widzenia sprzedawcy, jest ograniczenie kwot płatności wynikające z liczby dostępnych taryf (obecnie u wszystkich operatorów dostępnych jest 10 taryf: SMS-y o wartości netto 50gr i od 1 do 9 zł) oraz wysokie koszty, wynikające z olbrzymich prowizji pobieranych przez operatorów komórkowych (dla sprzedawcy zostaje brutto zwykle ok. 46-47% z ceny netto).

Na rynku obecnych jest wiele firm, oferujących płatności za pomocą SMS Premium. Można wśród nich wyróżnić podmioty oferujące sklepom internetowym szeroką gamę rozliczeń (m.in. Phonesat, AllPay, PayBack, Media Systems, Nemo Labs) oraz podmioty wyspecjalizowane w marketingu mobilnym, dodatkowo oferujące udostępnianie numerów SMS Premium (np Atom.SMS).

Sprzedaż doładowań

Spółka planuje wejść także na rynek doładowań telefonów komórkowych pre-paid. Obecnie trwają prace nad dostosowaniem tej usługi do systemów rozliczeniowych. **Doładowania mają być oferowane w dwóch kanałach dystrybucji: wirtualnym (strony internetowe) i realnym (bankomaty, terminale systemu PolPay.Net).** Oferta będzie gotowa dla klientów do końca II kw. 2006 r. W pierwszej kolejności pośredniczenie przy sprzedaży doładowań zaoferowane zostanie aktualnym klientom spółki.

W Wielkiej Brytanii udział doładowań elektronicznych zwiększył się z 10% w 2000 r. do 90% w 2005 r. Obecnie na rynku polskim jest ok. 18 milionów klientów korzystających z usług telekomunikacyjnych w systemie przedpłaconym (pre-paid). **Rynek doładowań komórkowych kart pre-paid według spółki można szacować na ponad 4 mld zł, z tego połowa przypada na doładowania za pomocą tradycyjnych "zdrapek", a połowa na doładowania w terminalach (przede wszystkim fizycznych, ale także za pośrednictwem Internetu).** Rozróżnić należy doładowania on-line (automatycznie zasilone zostaje konto podanego numeru) i za pomocą telekarty elektronicznej (po dokonaniu płatności otrzymujemy wydruk z terminala zawierający telekod i numer transakcji).

Doładowanie konta pre-paid możliwe jest w licznych punktach handlowych, obsługiwanych przez eService (TelePompka), CardPoint czy Euronet (e-pay, posiadający sieć 5 tys. punktów sprzedaży) oraz sieć Moje Rachunki (BillBird, przejęty przez GTECH). Podobną sieć tworzy spółka Sprint (oledoladowania.pl) i BlueMedia (ciekawy program Mobilny Sprzedawca), a odpowiednią infrastrukturę stworzyła także Mennica Polska. Usługa jest też dostępna w licznych bankomatach, m.in. sieci Euronet, BPH, BZ WBK, PKO BP czy Pekao. Doładowania on-line można dokonać m.in. na stronach prowadzonych przez payGSM.pl, doladowania.pl i stronach obsługiwanych przez BlueMedia.

Z badania firmy Gemius wynika, że najczęściej wykorzystywanym źródłem wiedzy o usługach dodanych dla telefonii komórkowej był internet (77% wskazań), ale taki wynik nie dziwi w sytuacji, kiedy pamięta się, że chodzi o badanie przeprowadzone wśród Internautów. Jednak nie ulega wątpliwości, że strony operatorów komórkowych są najpopularniejszymi witrynami komercyjnymi (wg badań Magapanel PBI/Gemius strony orange.pl, plusgsm.pl i era.pl zajęły drugą, trzecią i czwartą pozycję pod względem liczby użytkowników), co wskazuje na popularność internetu wśród użytkowników telefonów komórkowych (prawie 12 mln użytkowników telefonii GSM weszło na strony swoich operatorów) i potencjalnie dobrze rokuje sprzedaży doładowań za pośrednictwem stron www, jednak predysponowani do zajęcia pozycji na tym rynku są sami operatorzy (co jednak oznaczałoby dla eCardu szanse pozyskania klientów na internetowe transakcje kartami płatniczymi i przelewy natychmiastowe).

Sprzedaż usług multimedialnych dla telefonów komórkowych (gry, tapety, dzwonki)

Zdaniem spółki, "rosnące nasycenie rynku telefonii komórkowej oraz konieczność zaoferowania klientom wartości dodanej powinny zagwarantować sukces sprzedaży usług multimedialnych w terminalach naziemnych". eCard chce sprzedać za pomocą sieci terminali gry, tapety, dzwonki i inne aplikacje dla telefonów nowej generacji. Spółka zawarła już pierwsze umowy dystrybucyjne.

Jak wynika z prezentacji Mobile Entertainment Europe (mee) operatorzy prowadzą własne platformy gier na telefony komórkowe:

- PTC wykorzystuje licencję na platformę akumiitti, większość zawartości pochodzi bezpośrednio od T-Mobile,
- Centertel prowadzi platformę Orange World;
- Polkomtel ma licencję na platformę Pulsar.

Gry Java oferuje w Polsce 14 firm. Największymi agregatorami oraz dystrybutorami są spółki Avantis/Emisja (witryny mobista.pl i papla.pl), CT Creative Team (witryna wapster.pl), Telecom Media (spółka należąca do BB Investment, posiada 40% Creative Team oraz tytuły Spotler i Bravo TV), Mobile Entertainment Europe (witryny jabler.pl i bambadoo.pl, właściciel studia Gameleons, spółka należy do grupy Omnigence), wydawnictwo Bauer (mobila.pl), MNI (iTV, Moje Logo), EL2 (Wapacz.pl), Mocohub (Mocofun), Pulsar Electronics (część grupy Qumac-Secom). Największymi twórcami gier są spółki Breakpoint (22 gier, 15 specjalistów), Gameleons (16 gier, 7 pracowników plus współpracujący zespół specjalistów), Element Studio (48 prostych gier Java), Frontlines Studios (spółka-córka grupy Navar, 10 gier); Qubic Games (2 gry). W 2005 r. najwięcej gier zostało ściągniętych na telefony Nokia serii 40 midp1 (31%), Nokia 3510i (11%) i Siemens C65 (9%). Za większość gier zapłacono SMS-ami Premium (subskrypcja dostępna tylko w EraOmnix, kartami płatniczymi zapłacono za ok. 1% gier, czasami gry oferowane są przez operatorów za darmo). Najpopularniejsze są gry akcji/przygotowe/wojenne (31%), sportowe/wyścigi (24%) i klasyczne/Arcade (11%). Gry rocznie kupuje ok. 4 mln użytkowników (14% wszystkich), średnio 1,5 gry miesięcznie. Jest to zgodne z teorią rynku gier. Według modelu przygotowanego przez Ovum w 2001 r., 68-85% użytkowników telefonów nigdy nie gra w gry, 10-20% gra od czasu do czasu (do dwóch gier miesięcznie, przede wszystkim darmowych), 4,5-10% użytkowników kupuje od 1 do 3 gier miesięcznie, a 1,5-2% jest zadeklarowanymi graczami (od 3 do 100 gier miesięcznie). Wg mee miesięcznie operatorzy sprzedają 100 tys. gier, firmy reklamujące się w gazetach (mające mniej więcej podobny udział w rynku Bauer, CT Creative Team, Telecom Media, Avantis/Emisja) 300 tys., a portale 100 tys. Oznacza to, że miesięcznie sprzedawanych jest ok. 500 tys. gier. Przy średniej cenie 7 zł daje to 3,5 mln zł obrotu miesięcznie (42 mln zł, czyli 11 mln euro rocznie). **W 2003 r. wartość rynku gier wynosiła 0,21 mln euro, a w 2004 r. 3,95 mln euro. mee oczekuje, że w 2006 r. rynek wzrośnie o 25%.** Dla porównania, zdaniem MNI polski rynek treści dla dorosłych to kilka milionów złotych rocznie.

V. Usługi oferowane wystawcom i użytkownikom kart oraz inne usługi

Technologia 3DSecure (Three Domain Secure)

Technologia 3DSecure (Three Domain Secure), znana jako "Verified by Visa" i "MasterCard SecureCode", **oznacza dodatkowe weryfikowanie transakcji elektronicznych za pomocą specjalnego kodu (hasła).**

Zgodnie z wytycznymi organizacji płatniczych, **w przypadku transakcji oszukańczych odpowiedzialność finansowa spoczywa na stronie rozliczeń (bank wystawca karty - centrum rozliczeniowe), która nie wprowadziła technologii 3DS**, tak więc banki w coraz większym stopniu są zmuszane ekonomicznie do wprowadzania tego standardu. Z drugiej strony wprowadzenie 3DS umożliwia dopuszczenie kart elektronicznych (płaskich) do płatności w Internecie. **eCard, współpracując ze znanym producentem rozwiązań w zakresie 3DS, firmą Arcot Systems Inc., oferuje bankom kompleksową obsługę przy wprowadzeniu i stałym eksploatacji technologii 3DS.** Spółka ma wyłączność na oferowanie na terenie Polski usługi "3DS Hosted Services" i jest dystrybutorem oprogramowania firmy Arcot do obsługi protokołu 3DSecure. eCard rozpoczął rozmowy z bankami na temat wdrożenia usług 3DS w 2006 r.

Personalizacja kart

W fazie projektowej znajdują się **dwa nowe projekty (nie uwzględnione przez spółkę w jej prognozach): personalizacja i produkcja kart oraz utworzenie własnej sieci bankomatów.** eCard prowadzi rozmowy z trzema wybranymi spółkami. Oprócz wspomnianej niżej możliwości nabycia części przedsiębiorstwa świadczącej usługi personalizacji oraz zarządzającego siecią bankomatów, **rozważa nabycie spółki działającej na szeroko rozumianym rynku kartowym, świadczącej usługi na rzecz banków.**

eCard planuje wprowadzić do swojej oferty kompleksową usługę produkcji i personalizacji kart: poczynając od projektu graficznego karty, personalizację, konfekcjonowanie oraz wysyłkę do posiadacza karty w tym usługi dodatkowe związane z obsługą kart takie jak np. bezpieczne druki kopert PIN. Z wyjaśnień spółki wynika, że **projekt jest przygotowywany we współpracy z uznanym partnerem zagranicznym, który zapewni dostęp do wysokiej jakości materiałów produkcyjnych, know-how i technologii.** eCard zamierza nabyć zorganizowaną część przedsiębiorstwa, umożliwiającą świadczenie usług personalizacji kart płatniczych.

Oferta skierowana będzie nie tylko do banków, ale i do innego rodzaju firm, zainteresowanych kartami rabatowymi, klubowymi, identyfikacyjnymi, parkingowymi, miejskimi kartami komunikacyjnymi czy kartami kodów jednorazowych. Usługa będzie dotyczyła zarówno kart magnetycznych, chipowych (pamięciowych i procesorowych, w tym EMV) oraz kart zbliżeniowych (RFID).

Zainteresowanie rynkiem kart wynikało z zaobserwowania luki rynkowej. Zdaniem eCardu **oferta dominujących na rynku firm (Polcard, CKC Pekao i Elkart) jest niezadowolająca z punktu widzenia klienta.** Częściowo związane jest to z sytuacją poszczególnych spółek: Polcard, wchodzący w skład przejmowanej przez Lottomaticę grupy GTECH, niechętnie podejmuje nowe inwestycje, a Elkart stracił na rozwiązaniu współpracy z austriackim partnerem. Z kolei **podmioty zagraniczne, mimo szerokiej i atrakcyjnej oferty, są o tyle mniej atrakcyjnymi partnerami dla polskich instytucji, że ze względu na oddalenie oferują mniej elastyczne terminy realizacji.**

Rynek personalizacji kart ma duże perspektywy rozwoju. Liczba kart w obiegu wzrosła w 2005 r. o 20% i osiągnęła 20,4 mln. Co prawda w stosunku do liczby rachunków bankowych daje to już duży stopień penetracji (powyżej 1), ale w stosunku do liczby mieszkańców jest to w dalszym ciągu niska liczba. **Ostatni rok przyniósł ożywienie w segmencie kart wydawanych we współpracy z sieciami handlowymi.** Karty, którymi można było płacić tylko w sklepach danej sieci, otrzymują znaczek organizacji płatniczej i zostają dopuszczone do płacenia i pobierania gotówki z bankomatów co najmniej w całym kraju (a w niektórych przypadkach także za granicą). Z punktu widzenia producenta karty oznacza to możliwość zarobku, bo stare karty są wymieniane przy tej okazji na nowe. Jest to jednak przejaw szerszego zjawiska. **Zmniejsza się rola kredytów ratalnych, a zastępuje go kredyt powiązany z kartą:** kartą stricte kredytową, kartą sieci handlowej wydaną przez bank albo kartą podłączoną do rachunku bankowego, na który przekazano środki z kredytu/pożyczki gotówkowej. Ilustracją tego może być przypadek Lukas Banku, który zdobył trzecie miejsce na rynku kart kredytowych dzięki współpracy z sieciami handlowymi (m.in. Tesco, Real, Auchan) i intensywnej promocji swojej karty oraz Eurobanku, który wszedł na rynek oferując kartę podłączoną do rachunku kredytowego. W ich ślady chce iść Getin Bank.

Ciekawym zjawiskiem jest **poszerzanie oferty kartowej**. Pojawiają się karty o nowym kształcie (ING BSK - karta półprzezroczysta o kształcie żarówki), wielkości (PKO BP - mini-karta) lub wyglądzie (Multibank, ING BSK i Fortis wydają karty z prawie dowolnym zdjęciem na jej powierzchni). Banki starają się wydawać specjalne edycje kart, związane z medialnymi wydarzeniami (karty Visa z okazji Zimowych Igrzysk Olimpijskich, karty MasterCard z okazji Mistrzostw Świata w Piłce Nożnej) albo wydawać je we współpracy z różnego rodzaju instytucjami (ostatnio Dominet Bank zapowiedział paletę kart wydawanych wspólnie z Wisłą Kraków).

Olbrzymie zamówienia producentom kart powinno też przynieść **wymienianie kart z paskiem magnetycznym** (na koniec 2005 r. takich kart było 97%) na karty wyposażone także i mikroprocesor (na razie stanowią one tylko 3 wydanych kart). W krajach EU dominować zaczynają karty z mikroprocesorem i powoli polski rynek kart staje się anachroniczny.

Wymiana kart na karty z mikroprocesorem tylko **zintensyfikuje naturalny proces wymiany kart (wydawane są średnio na dwa lata)**. Oznacza to, że co roku klienci otrzymują 10 mln nowych kart.

Innym dużym segmentem są karty niebankowe (identyfikacyjne dla klientów lub pracowników, np. biblioteczne, parkingowe, abonamentu usług medycznych, lojalnościowe). Problemem jest określenie wielkości tego rynku i udziału w nim największych graczy (obecnie są na nim także małe firmy, produkujące dla poszczególnych odbiorców).

Zarządzanie bankomatami

Spółka pragnie zająć się zarządzaniem siecią własnych lub bankowych bankomatów. W tym celu prowadzi rozmowy w sprawie nabycia części przedsiębiorstwa, którego działalność to m.in. zarządzanie siecią bankomatów. eCard zamierza zbudować własną sieć, jak również kontynuować rozpoczęte rozmowy dotyczące przejęcia w zarządzanie bankowych sieci bankomatów. Podstawowymi funkcjami będą wypłaty gotówkowe oraz doładowania telefonów komórkowych. Spółka planując inwestycje w ten biznes liczy na utrzymanie się tendencji do outsource'owania przez banki obszarów swojej działalności nie będących bankowym "core bussines". Zdaniem eCardu dobrze tej inwestycji wróży **ciągłe niską liczbą bankomatów w Polsce** (liczba bankomatów na milion mieszkańców na koniec 2005 r. wynosiła ok. 230 szt. podczas gdy średnia europejska to 700 szt.) oraz **dużą popularność transakcji bankomatowych** (stanowiły ok. 65% pod względem ilości i ok. 80% pod względem wartości wszystkich transakcji dokonywanych kartą płatniczą w 2005 w Polsce r.).

Od 2003 r. tempo wzrostu liczby bankomatów (+16% w dwa lata) nie nadążało za tempem wzrostu liczby kart (35% w tym okresie), a liczba transakcji przypadająca na bankomat wzrosła o 13%, z 4,2 tys. transakcji na miesiąc do 4,8 tys. (dla porównania, średnia liczba transakcji w bankomatach Euronetu na całym świecie wynosi 4,6 tys.). Wydaje się więc, że jest miejsce na stworzenie nowego agresywnego podmiotu na rynku. Na razie powiększają się największe sieci: niedawno podano o umowie NCR na dostawę dla PKO BP 214 nowych bankomatów. Nie sądzimy, aby poważnym zagrożeniem dla bankomatów była wprowadzana usługa CashBack, pozwalająca na pobieranie gotówki z karty w placówkach handlowych. Przede wszystkim ograniczeniem jest nieduża wartość dozwolonego pobrania (najprawdopodobniej 200 zł).

Obecnie, oprócz sieci bankomatów banków, na rynku **istnieją dwie sieci niezależne: Euronet** (719 bankomatów, planowane zwiększenie sieci o 50-100 maszyn, umowy z wieloma bankami na bezpłatne dla klientów korzystanie z bankomatów sieci) i **Cash4You** (188 bankomatów, do końca roku planowany wzrost ich liczby o 50%, właścicielem sieci jest Diebold Poland, spółka producenta bankomatów, Cash4You ma umowy z Kredyt Bankiem i mBankiem). Zdaniem spółki powstaniu nowego podmiotu sprzyjałyby firmy produkujące bankomaty, ponieważ ożywiłoby to rynek. Gdyby powstała sieć liczyła ok. 400 maszyn, to większość banków byłaby zmuszona podpisać z nią umowy, poszerzające liczbę bankomatów dostępnych dla ich klientów bezpłatnie.

Przejęcie bankomatów przez spółkę rozliczającą płatności internetowe może być uznane za krok w tył, ale wydaje się być uzasadnione, ponieważ pozwoli spółce zarabiać tak długo, jak długo dominować będą płatności gotówkowe, a karty wykorzystywane będą głównie do pobierania pieniędzy z bankomatów. W sytuacji coraz większej popularności płatności bezgotówkowych wzrosną obroty w transakcjach zdalnych, ale także pojawi się możliwość wejścia na rynek rozliczania transakcji w POS-ach.

Rentowność sieci bankomatów zależy od sukcesu zaoferowanych w niej usług dodanych. Na pewno eCard będzie chciał umożliwić w nich doładowywanie pre-paidów (ale to powoli staje

się standardem). **W przyszłości bankomaty mają również umożliwić dokonanie opłat rachunków wyposażonych w kody kreskowe** (wystawiane przez masowych wystawców faktur takich jak dostawcy mediów czy usług telekomunikacyjnych), a więc spółka chce wejść w prężnie rozwijający się segment płatności masowych.

W Polsce miesięcznie wystawianych jest ok. 50 mln rachunków o łącznej wartości 5 mld zł. Przy średniej opłacie na poziomie 1,5 zł daje to pośrednikom przychody 75 mln miesięcznie (900 mln rocznie). Na razie dominującym graczem jest Poczta Polska, ale pojawili się nowi, dynamiczni gracze: Bank Handlowy (UniKasa, 440 punktów, planuje podwojenie sieci) i przejęty przez GTECH Billbird (Moje Rachunki Via). Ostatnio prasa donosiła o rozpoczęciu współpracy przez BPH z Kolporterem (TransKasa, ma powstać 800 punktów płatności) oraz przez Raiffeisena z Żabką (usługa jest dostępna w prawie 1700 sklepach, korzysta z niej już ponad 70 tys. klientów, a celem jest obsługiwanie w tym roku pół miliona rachunków miesięcznie).

Platforma Xtrade

eCard, jako operator platformy Xtrade, świadczy usługi aukcji i przetargów elektronicznych, eProcurementu oraz elektronicznej wymiany dokumentów (EDI). **W ramach aukcji elektronicznych** z grona podmiotów zaproszonych do udziału w aukcji wybierany jest podmiot zgłaszający najkorzystniejszą ofertę. Usługa **eProcurementu**, umożliwiająca centralizację zakupów, oferowana jest firmom wielooddziałowym. Z centralnego katalogu wybierany jest zamawiany towar lub usługa, po autoryzacji zamówienia są kumulowane i przekazywane do kontrahenta, który dostarcza zakupiony towar lub wykonuje usługę. Uzupełnieniem jest **system elektronicznej wymiany dokumentów**, który ułatwia funkcjonowanie firmom wielooddziałowym lub mającym wielu kooperantów (dostawców). Klientami Xtrade jest kilkadziesiąt firm, w różnym stopniu korzystających z możliwości platformy. **Wynagrodzenie eCardu**, ściśle powiązane z przychodami Xtrade ma charakter prowizyjny, abonamentowy albo zależy od wynegocjowanej dzięki platformie obniżki kosztów nabycia.

VI. Wyniki finansowe, prognozy i wycena

Historyczne wyniki spółki

W 2004 r. spółka zanotowała znaczący wzrost obrotów dzięki obsłudze AirPolonii, ale zaprzestanie prowadzenia działalności przez tą linię lotniczą w grudniu 2004 r. pociągnęło za sobą nie tylko spadek przychodów w następnym roku, ale i konieczność utworzenia rezerw w 2004 r. (3,8 mln zł), co przyczyniło się do zwiększenia straty (gdyby nie rezerwa, strata brutto wyniosłaby 2,8 mln zł).

	2003	2004	2005	I kw. 2005	I kw. 2006
Przychody	2 452	7 131	5 890	1 243	1 442
Zysk brutto ze sprzedaży	153	1 753	1 503	266	179
EBITDA	-4 005	-6 005	2 323	-370	-749
Zysk operacyjny	-4 423	-6 282	2 144	-423	-781
Zysk brutto	-4 662	-6 594	1 939	-514	-783
Zysk netto	-4 641	-5 811	1 393	-526	-783
Zdarzenia jednorazowe	0	-3 783	4 373	0	0
Wynik powtarzalny brutto	-4 641	-2 811	-2 434	-526	-783

Źródło: spółka, BDM PKO BP S.A.

Pozytywny wynik finansowy 2005 r. był efektem zdarzeń jednorazowych: umorzenia zobowiązań wykupionych przez Capital Partners (2,7 mln zł) i rozwiązania części rezerwy związanej z AirPolonia (1,7 mln zł). Gdyby nie te dwa zdarzenia, strata brutto wyniosłaby 2,4 mln zł.

Powiększenie straty w I kw. 2006 r. w stosunku do I kw. 2005 r. wynika z ponoszenia kosztów nowych linii biznesowych.

Prognozy spółki

Zarząd spółki zaprezentował w Prospekcie Emisyjnym prognozy na 2006 i 2007 r.

Prognoza zarządu	2003	2004	2005	2006P	2007P
Przychody	7 131	5 890	1 243	9 220	26 069
EBITDA	-6 005	2 323	-370	-327	2 529
Zysk netto	-5 811	1 393	-526	-873	1 504

Źródło: spółka, BDM PKO BP S.A.

Podstawowym założeniem przyjętym przy sporządzaniu prognoz było utrzymanie obecnej koniunktury makroekonomicznej i stały wzrost segmentu eCommerce. Szczegółowe założenia podsumowuje poniższa tabela. Prognoza nie uwzględnia planowanej działalności w segmencie personalizacji kart i obsługi bankomatów.

	Planowane rozpoczęcie działalności	Założenia na 2006 r.	Założenia na 2007 r.
Autoryzacja kart	wielowalutowość od II kw. 2006	wzrost obrotów o 63% (40% bez uwzględniania przewoźnika lotniczego)	wzrost obrotów o 99% (m.in. dzięki pozyskaniu kolejnego przewoźnika lotniczego na przełomie II i III kw.)
ePrzelewy	n.d.	pozyskanie dwóch przewoźników (II/III kw.)	wzrost o 120%, m.in. poprzez całoroczne oferowanie jej przewoźnikom
SMS Premium	III kw. 2006 r.	pozyskanie 60 klientów	średniorocznie 180 klientów
Doładowania On-line	III kw. 2006 r.	pozyskanie 32 pośredników	średniorocznie 64 klientów
Doładowania w sieci fizycznej i treści multimedialne	2006 r.	pozyskanie 60 pośredników (na koniec roku)	pozyskanie 180 pośredników (na koniec roku)
3DSecure	II półrocze	pozyskanie 4 klientów	pozyskanie 4 klientów i sprzedaż dodatkowych 192 tys. licencji dla posiadaczy kart
Xtrade	n.d.	utrzymanie współpracy	utrzymanie współpracy

Źródło: spółka, BDM PKO BP S.A.

Przychody z autoryzacji kart

Przychody eCardu z tytułu obsługi kart płatniczych składają się z trzech elementów: opłaty wdrożeniowej (jej wysokość zależy od skomplikowania wdrożenia), abonamentu miesięcznego (również zróżnicowanego, przeciętnie niecałe 100 zł miesięcznie) i prowizji od transakcji (2,5%-2,9%, niższe stawki dla przewoźników lotniczych). Musimy pamiętać, że na koszt ponoszony przez sklep (prowizja brutto) składa się prowizja płacona bankowi i organizacji płatniczej (tzw. interchange) oraz prowizja dla podmiotów rozliczających (eCardu oraz banku rozliczającego). W 2006. r. spółka zmienia sposób rozliczania transakcji, co wpłynie na zmianę sposobu księgowania prowizji: jako przychód będzie wykazywana nie prowizja brutto, ale netto (bez opłaty interchange i wynagrodzenia banku rozliczającego).

Zakładamy, że na marże eCardu nie wpłynie negatywnie zaostrzająca się regulacja rynku płatności. Unia Europejska zamierza ograniczyć koszty handlowców związane z operacjami kartowymi, ale uderzy to głównie w organizacje wystawców kart i banki, które póki co otrzymują największą część z opłaty ponoszonej przez handlowca. Niższe opłaty mogą przyczynić się do wzrostu popularności kart i tym samym w ostatecznym rachunku pośrednicy inni niż banki i organizacje mogą zyskać. Spadek średniej marży wyniknie jednak z większego udziału przewoźników lotniczych, mających niższe marże.

Przy prognozowaniu przychodów problemem jest stosunkowo duża koncentracja (według wyjaśnień spółki na 20 największych klientów przypada ok. 77% obrotów i 71% prowizji), która może znacząco wzrosnąć w przypadku pozyskania przewoźników lotniczych. Wydaje się, że sporządzając prognozę dla spółki trzeba odróżnić:

- segment dużych klientów (zakładamy w tym roku obsłużenie transakcji przewoźników o wartości 50 mln zł; na przyszłe lata przyjęliśmy pozyskanie nowego klienta o obrotach rocznych 100 mln zł i roczny wzrost tej kwoty o 40%);
- segment średnich firm (można założyć, że będzie rósł zgodnie w oczekiwanych trendami rynkowymi, czyli 50% w 2006 r. i 40% w latach następnych – dla porównania w 2005 r. stopa wzrostu handlu elektronicznego w ogóle i przychodów eCardu z wyłączeniem AirPolonii wyniosła ok. 60%);
- segment mikro-sklepów (ponieważ póki co spółka jest bardzo słabo obecna w tym segmencie, a jego wpływ na wyniki będzie niewielki, w prognozie można pominąć przychody i koszty związane z rozwijaniem aplikacji samoobsługowych).

Przychody związane z przelewami natychmiastowymi

Wartość obsłużonych przez spółkę przelewów natychmiastowych szacujemy, zgodnie z sugestiami spółki, na 35 mln zł w 2006 r. W następnych latach zakładamy wzrost wolumenu większy niż spółka: o 130% w 2007 r. i 100% w 2008 r. Z jednej strony nasza prognoza może wyglądać na optymistyczną, bo zakłada osiągnięcie sporych obrotów w pierwszym pełnym roku działania, a z drugiej na konserwatywną, bo jak pokazuje przykład witryny przelewy24, przelewy natychmiastowe są najprawdopodobniej bardziej popularną formą płatności niż karta, a my zakładamy dużo mniejszy wolumen ePrzelewów niż kart (odpowiednio 35 mln zł i 289 mln zł, 81 mln zł i 504 mln zł oraz 161 mln zł i 706 mln zł). Rynek dopiero się tworzy i trudno dziś przewidzieć jego wielkość. Dużo będzie zależeć od sukcesu wdrożenia przelewów natychmiastowych w liniach lotniczych. Naszym zdaniem usługa będzie bardzo popularna, ale z drugiej strony można zastanawiać się, czy duży klient taki jak linia lotnicza potrzebuje integratora, czy nie może samodzielnie podpisać umów z kilkoma bankami mającymi w ofercie internetowy przelew natychmiastowy.

Zdaniem spółki marże na ePrzelewach są dużo większe niż na autoryzacji kart. Nie znamy na tyle rynku rozliczeń, aby potwierdzić tę informację. Przyjęliśmy marżę eCardu na poziomie znacząco wyższym niż w przypadku autoryzacji. Prowizje pobierane przez integratorów są zwykle na poziomie zbliżonym do prowizji przy autoryzacji kart, a najprawdopodobniej niższe są koszty (w rozliczeniach nie uczestniczy organizacja kart płatniczych i bank rozliczający, tylko eCard i bank, w którym rachunek ma płacący klient).

Przychody z tytułu usług związanych z telefonią GSM

Po rozmowach ze spółką zakładamy obsłużenie w 2006 r. transakcji o wartości 0,3 mln zł, w 2007 r. o wartości 4,9 mln zł i w 2008 r. 13 mln zł. Oznacza to zdobycie przez eCard w 2008 r. mniej niż 2% całego rynku SMS Premium – niestety nie wiemy, ile z niego przypada na SMS-y

wykorzystywane jako sposób mikropłatności, a więc nie potrafimy powiedzieć, jaki to oznacza udział we właściwym rynku.

Przyjeliśmy, że spółka obsłuży w 2006 r. doładowania pre-paid o wartości 2,5 mln zł, w 2007 r. o wartości 13 mln zł i w 2008 r. o wartości 32 mln zł. Stanowiłoby to mniej niż 1 % rynku i wydaje się realistycznym założeniem. Niewątpliwie problemem jest to, że eCard wchodzi na wykształcony rynek i większość sieci handlowych ma już podpisane umowy z istniejącymi pośrednikami. Nie znamy wartości doładowań w sieci, ale niewątpliwie przy coraz większej popularności płatności on-line (kartami lub przelewami natychmiastowymi) ten kanał sprzedaży będzie zyskiwał na znaczeniu.

Po rozmowach ze spółką zdecydowaliśmy się przyjąć, że ze sprzedaży usług multimedialnych uzyska brutto 0,3 mln zł w 2006 r., 1,9 mln zł w 2007 i 3,2 mln zł w 2008 r.

Przychody z tytułu usług dla banków i Xtrade

Przy uwzględnianiu przychodów z 3DS oparliśmy się na planach spółki, ponieważ nie jesteśmy w stanie sami ocenić możliwych przychodów z tego tytułu. Założenia eCardu zmodyfikowaliśmy w dół, ponieważ obawiamy się, że banki z niedużym entuzjazmem będą podchodzić do wprowadzania 3DS, a nie zostaną do tego zmuszone ekonomicznie, ponieważ zabezpieczyły się przez umowne przerzucanie ryzyka na klientów. Na obecnym etapie rozwoju rynku bankom może bardziej zależeć na sprzedaniu klientowi nowego produktu (karty wypukłej, np. kredytowej) niż na zwiększeniu funkcjonalności standardowego produktu - bardziej zwiększy to przychody, a także wskaźnik cross-sellingu, na który patrzy się coraz częściej przy ocenie banków. Za prawdopodobne za to uznajemy dużą dynamikę sprzedaży (nawet przekraczającą założenia eCardu) w momencie kiedy 3DS stanie się standardem. Podsumowując, wbrew spółce, nie liczymy na znaczące przychody z tego tytułu w 2006 r. Przyjmujemy przychody brutto z tytułu wdrożenia 3DS i licencji od każdej obsługiwanej karty na 2 mln zł w 2007 r. i 3,5 mln zł w 2008 r.

Podobnie jak spółka, zdecydowaliśmy się nie uwzględniać w prognozie ewentualnego stworzenia sieci bankomatów oraz przejęcia przedsiębiorstwa personalizacji kart. Zrealizowanie planów wejścia na rynek personalizacji kart i obsługi bankomatów w dłuższej perspektywie przełoży się na wzrost zysków, ale należy pamiętać, że może mieć negatywny wpływ na wyniki 2006 i 2007 r. (przyszłe wyniki mogą być niższe od obecnych prognoz).

Ostatnio pojawiły się artykuły prasowe spekulujące, iż Optimus, główny akcjonariusz Xtrade (ma 58% akcji) zamierza doprowadzić do wypowiedzenia eCardowi umowy o prowadzenie platformy Xtrade. Zdaniem eCardu jest to o tyle mało prawdopodobne, że Xtrade nie dysponuje pracownikami aby kontynuować działalność i wypowiedzenie umowy postawiłoby go w bardzo trudnej sytuacji. Zgodnie z umową Xtrade może wypowiedzieć umowę dwa razy do roku, w lipcu i styczniu. W najgorszym razie (wypowiedzenia umowy w lipcu) eCard świadczyłby usługi do września, a wynagrodzenie otrzymywałby do grudnia, tak więc tegoroczne przychody nie są zagrożone. Naszym zdaniem samodzielne funkcjonowanie platformy Xtrade jest mało prawdopodobne, nie można za to wykluczyć, że Optimus zdecyduje się na zlikwidowanie tej spółki. Jednak w naszej prognozie, zgodnie ze stanowiskiem eCardu, przyjęliśmy kontynuowanie współpracy.

Podsumowanie prognoz BDM

Podsumowanie prognoz BDM zawiera poniższa tabela. Należy zaznaczyć, że w naszej prognozie nie uwzględniamy efektu tarczy podatkowej (wg. informacji spółki aktywowany jest podatek tylko na planowany zysk w 2007 r., co najmniej w 2008 r. możliwe będzie skorzystanie z tarczy podatkowej albo wcześniejsze aktywowanie podatku).

Prognozy BDM	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Przychody	2 452	7 131	5 890	4 514	14 375	27 207
EBITDA	-4 005	-6 005	2 323	-1 660	1 695	5 928
Zysk operacyjny	-4 423	-6 282	2 144	-2 161	742	4 880
Zysk netto	-4 641	-5 811	1 393	-1 762	561	3 871

Źródło: spółka, BDM PKO BP S.A.

Wycena porównawcza

Za najlepszą spółkę do porównań uznajemy Euronet, ze względu na podobny profil działalności i działanie na podobnych rynkach. Oczywiście nie są to spółki w pełni porównywalne ze względu na różny moment cyklu biznesowego (Euronet jest rentowny od 2003 r., eCard będzie najwcześniej od 2007 r.) oraz wielkość (przychody Euronetu są 85 razy większe), ale częściowo te dwa czynniki równoważą się (w przypadku wyceny eCardu premia za wyższą dynamikę spółki na wcześniejszym etapie rozwoju i dyskonto za mniejszą kapitalizację i skalę działalności).

Wskaźniki Euronetu	2006	2007	2008
EV/Sales	2,2	1,9	b.d.
EV/EBITDA	15,9	13,5	b.d.
PE	28,0	22,9	18,7

Źródło: BDM PKO BP S.A., Bloomberg.

eCard - wyceny wg Euronetu	Prognoza spółki		Prognoza BDM	
	2006	2007	2007	2008
Sprzedaż	19,7	48,4	26,4	b.d.
EBITDA	-	33,6	22,3	b.d.
Zysk netto	-	34,4	12,8	72,4

Źródło: BDM PKO BP S.A., Bloomberg.

W przypadku biznesu na wstępnym etapie rozwoju (dopiero przekraczającego granicę rentowności) podstawowym problemem przy wycenie porównawczej jest wybranie do porównania spółek działających na podobnie rozwiniętych rynkach i znajdujących się na podobnym etapie rozwoju). Z tego powodu z wielką ostrożnością podchodzimy do porównań z prowadzącymi podobną działalność spółkami zagranicznymi i dlatego nie przedstawiamy wskaźników dla innych spółek prowadzących porównywalną działalność.

Innym punktem odniesienia do wyceny eCardu mogłyby być spółki prowadzące sprzedaż przez internet, ponieważ ich wyniki uzależnione są od podobnych czynników: wzrost przychodów zależy od wzrostu e-Commerce, a wyniki finansowe od zadziałania dźwigni operacyjnej i potwierdzenia w praktyce tezy o stałych kosztach. Dlatego prezentujemy wskaźniki dla ubiegłorocznego IPO spółki TravelPlanet i na tej podstawie sporządzoną wycenę eCardu (prognozy przesunięte o rok).

Wskaźniki dla IPO Travelplanet (2005 r.)	rok IPO	+1	+2
EV/Sales	2,5	1,3	0,8
EV/EBITDA	58,0	17,1	13,9
PE	1 545,1	251,6	53,2

Źródło: spółka, BDM PKO BP S.A.

eCard - wyceny wg Travelplanet	Prognoza spółki		Prognoza BDM	
	rok IPO + 1	+2	rok IPO + 2	+3
Sprzedaż	21,8	32,0	17,2	19,5
EBITDA	-	42,3	28,0	81,4
Zysk netto	-	378,5	141,1	205,8

Źródło: spółka, BDM PKO BP S.A.

eCard (choć sama spółka protestuje przeciwko takiemu określeniu) jest w zasadzie firmą technologiczną oferującą różnego rodzaju niestandardowe usługi outsourcingowe dla sektora finansowego. Dlatego przy konserwatywnym podejściu bazą porównawczą mogłyby być notowane na warszawskiej giełdzie spółki IT (spółki o odmiennym, ale porównywalnym profilu działalności) i banki (spółki o innym profilu działalności, ale działające na tym samym rynku, a więc o zbliżonej dynamice wolumenów). Poniżej i na następnej stronie przedstawiamy porównanie ze wskaźnikami spółek IT i banków.

eCard - wyceny wg banków (na podstawie PE)	Prognoza spółki		Prognoza BDM	
	2006	2007	2007	2008
Mediana	-	22,9	8,5	52,5
Getin Holding (bank z największą premią)	-	31,7	11,8	63,4

Źródło: spółka, BDM PKO BP S.A.

eCard - wyceny wg spółek IT (na podstawie EV/EBITDA)	Prognoza spółki		Prognoza BDM	
	2006	2007	2007	2008
Mediana	-	21,3	14,1	46,4
Comarch (spółka z największą premią)	-	35,7	23,8	71,8
(na podstawie PE)	2006	2007	2007	2008
Mediana	-	20,6	7,6	46,2
Comarch (spółka z największą premią)	-	32,2	12,0	68,2

Źródło: spółka, BDM PKO BP S.A.

Podsumowanie wycen na podstawie preferowanych przez nas metod (wskaźnik PE dla Euronetu i Getin Holding na 2008 r.) przedstawia tabela poniżej.

Metoda wyceny	Wycena spółki	
	(mln zł)	Wycena akcji (zł)
wg Euronetu PE2008	72,4	3,01
wg Getin Holding PE 2008	63,4	2,64
Średnia	67,9	2,83

Źródło: BDM PKO BP S.A.,

Wycena DCF

Założenia wyceny DCF i jej wynik przedstawia tabela poniżej. Aby uwzględnić większe ryzyko inwestycji w akcje spółki eCard arbitralnie przyjęliśmy betę na poziomie 1,3.

Wycena DCF (mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prognozy										
EBIT	-2,16	0,74	4,88	5,86	7,03	8,43	10,12	12,14	14,57	17,49
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	-1,75	0,60	3,95	4,74	5,69	6,83	8,20	9,84	11,80	14,16
Amortyzacja	0,50	0,95	1,05	1,15	1,27	1,39	1,46	1,46	1,46	1,46
Nakłady inwestycyjne	8,00	2,00	2,00	1,80	1,62	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46
Zmiana kapitału obrotowego	1,44	1,00	0,93	1,02	1,13	1,24	1,36	1,50	1,65	1,82
FCF	-10,69	-1,44	2,07	3,07	4,21	5,53	6,84	8,34	10,16	12,36
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	11%	18%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
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	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Koszt kapitału	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
WACC	11,2%	10,7%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Wycena										
DFCF	-9,62	-1,17	1,51	2,01	2,47	2,91	3,22	3,53	3,85	4,20
Suma DFCF	13									
Zdyskont. wartość rezydualna	51									
Dług netto	1									
Wartość spółki	63									
Liczba akcji (mln sztuk)	24									
Wartość 1 akcji (PLN)	2,60									

Źródło: BDM PKO BP S.A.,

Podsumownie wyceny

Wycena wskaźnikowa, oparta na naszej prognozie wyniku netto na 2008 r. i preferowanych przez nas spółkach porównawczych (Euronet jako spółka o podobnym profilu działania, Getin Holding jako przykład dynamicznej spółki finansowej), dała wartość spółki na poziomie 72-63 mln zł (3,0-2,6 zł na akcję). Niższa wycena wynika z wyceny metodą DCF (2,6 zł), co przede wszystkim jest efektem przyjęcia bety znacząco wyższej (1,3) niż w przypadku innych spółek (w przypadku bety równej 1 wycena metodą DCF wyniosłaby 3,9 zł).

Należy zauważyć, że powyższe wyceny mają konserwatywny charakter także z tego powodu, że zakładają zainwestowanie środków z emisji akcji w nowe projekty (personalizacja kart, obsługa bankomatów), ale nie uwzględniają przychodów z tych inwestycji (innymi słowy przyjmują kompletne fiasko tych projektów, co wydaje się nieprawdopodobne).

Ze względu na duże ryzyko inwestycji w podmiot jak na razie generujący straty pozostawiamy inwestorom ocenę, czy i z jakim dyskontem do powyższych wycen akcje spółki powinny być wyceniane w trakcie IPO. Na potrzeby prognoz wyników i DCF przyjęliśmy cenę emisyjną 2,5 zł.

Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowegodoradca inwestycyjny
banki i finanseAndrzej Powierża
(022) 521 79 41
andrzej.powierza@pkobp.pltelekomunikacja, media, hotelarstwo,
przemysł spożywczyDorota Puchlew
(022) 521 87 23
dorota.puchlew@pkobp.pl

informatyka, budownictwo i nieruchomości

Michał Sztabler
(022) 521 79 13
michal.sztabler@pkobp.plprzemysł drzewny, papierniczy, oponiarski, lekki
produkcja i dystrybucja farmaceutykówHanna Kędziora
(022) 521 79 43
hanna.kedziora@pkobp.plmakler papierów wartościowych
przemysł paliwowy, chemia, AGD, energetykaAndrzej Pasławski
(022) 521 79 17
andrzej.paslowski@pkobp.pl**Zespół Klientów Instytucjonalnych**Krzysztof Kasiński (0-22) 521 82 10
krzysztof.kasinski@pkobp.plDariusz Andrzejak (0-22) 521 82 12
dariusz.andrzejak@pkobp.plPaweł Demczuk (0-22) 521 91 33
pawel.demczuk@pkobp.plArtur Szymecki (0-22) 521 82 14
artur.szymecki@pkobp.plMichał 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

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

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

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

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

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

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

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

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

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez BDM

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

W ramach publicznej oferty akcji BDM PKO BP S.A. pełni funkcję koordynatora i oferującego. BDM PKO BP S.A. będzie pełnił funkcję animatora emitenta i sponsora emisji. PKO BP S.A. i eService S.A. są stroną umowy o współpracę z eCardem przy rozliczaniu płatności kartami płatniczymi. Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BDM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że BDM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów BDM i podlega utajnieniu w okresie dwóch następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody BDM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochoowaniem 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. Raport został przedstawiony emitentowi w celu sprawdzenia jego poprawności w warstwie opisowej.