Biuro Maklerskie Banku Gospodarki Żywnościowej SA
Wydział Doradztwa Inwestycyjnego

Data
22.01.2001

Analiza fundamentalna:
Paweł Małyska

Analiza techniczna:
Marcin Lachowski

RAPORT

Interia

Sektor:

INTERNET

Akcjonariusz	Liczba akcji*	Liczba głosów	Udział na WZA
ComArch S.A.	2 463 370	12 316 850	46.9%
BROKER FM Sp. z o.o.	2 069 240	10 341 200	39.4%
Pozostali	2 037 340	3 617 900	13.8%
Razem	6 568 950	26 275 950	100.0%

Wskaźnik**	Data	Wartość
Kapitalizacja (mln zł)	22/01/01	151.0
Free float (mln zł)	22/01/01	46.8
WIG	22/01/01	17 598.0

* po uplasowaniu emisji akcji serii E.
** przy cenie emisyjnej 23 zł

Podsumowanie:

Estymowana przez nas wartość Interii to przedział 24-32 zł w przeliczeniu na jedną akcję. Dolną granicę przedziału stanowi wycena przeprowadzona metodą zdyskontowanego wskaźnika cena/skorygowany zysk operacyjny, górną zaś estymacja podejściem transakcyjnym. W oparciu o wycenę porównawczą fair value portalu określiliśmy na poziomie 26,5 zł. Uważamy, iż w kontekście publicznej oferty Interii najbardziej odpowiednie wydaje się być odnoszenie do metody porównawczej oraz zdyskontowanego wskaźnika cena/skorygowany zysk operacyjny. Wycena transakcyjna odnosi się najczęściej do pakietów kontrolnych i dlatego odzwierciedla wycenę z premią, która nie dotyczy drobnych akcjonariuszy.

Poprawiająca się za oceanem koniunktura na sektor TMT pozwala z optymizmem patrzyć na debiut spółki, ponieważ implikuje wyższe wyceny w oparciu o grupę porównawczą. Ścisła korelacja z rynkiem NASDAQ niesie jednak ze sobą istotny poziom ryzyka inwestycyjnego związany z dużymi wahaniami jego kwotowań. Ostatecznie uważamy, iż unikalny charakter prowadzonego biznesu jak i stosunkowo atrakcyjna cena emisyjna (23 zł) stanowią wystarczającą zachętę dla inwestorów do objęcia nowej emisji akcji.

Osiągnięcie statutu spółki giełdowej wiąże się tylko z pozyskaniem środków od akcjonariuszy, ale również z większą rozpoznawalnością marki Interia. Jesteśmy zdania, iż jest to bardzo istotny, a zarazem pozytywny aspekt upublicznienia krakowskiego portalu. Zwłaszcza teraz, kiedy konkurencja staję coraz bardziej wymagająca. W sobotę (20/01/2001) nastąpiło otwarcie portalu horyzontalnego Agory, a planowana emisja ITI Holdings skłaniać będzie głównego akcjonariusza Onetu do podkreślenia efektów synergii w ramach grupy oraz wartości dodanej portalu.

mln zł	Sprzedaż	Zysk operacyjny	Marża operacyjna	NOPLAT	Marża NOPLAT	P/S	P/NOPLAT
2000 E	8.1	-8.1	-101%	-8.1	-101%	18.7	-
2001 P	14.6	-12.3	-84%	-12.3	-84%	10.4	-
2002 P	28.3	-15.4	-54%	-15.4	-54%	5.3	-
2003 P	52.0	-11.6	-22%	-11.6	-22%	2.9	-

Charakterystyka działalności

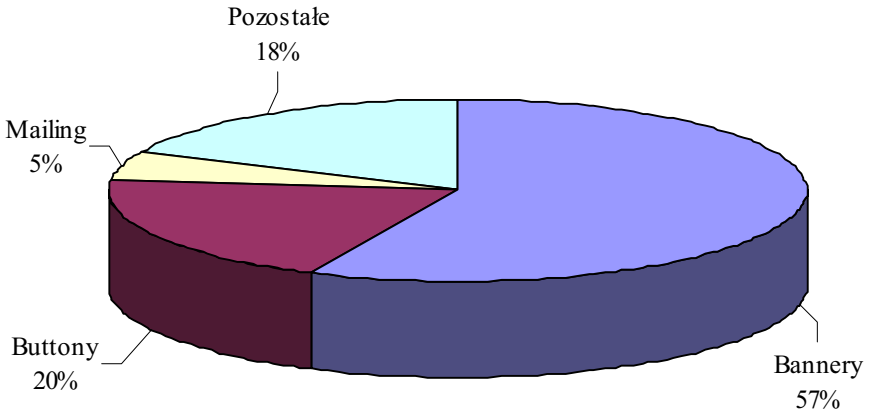
Podstawowym przedmiotem działalności Interii jest prowadzenie serwisu internetowego (portalu horyzontalnego) oraz bezpłatnego serwisu kont pocztowych. Specyfika działalności portalu (www.interia.pl) polega na oferowaniu, w większości bezpłatnych usług:

- ✓ informacyjnych - dostarczanie wiadomości oraz informacji. Podstawowymi serwisami udostępnianymi są: wiadomości, sport, biznes i ekonomia, rozrywka, komputery, motoryzacja, turystyka, serwis dla kobiet, gry, pogoda i program TV
- ✓ komunikacyjnych - udostępnienie miejsca do komunikowania się użytkowników. Portal udostępnia możliwości komunikowania się z wykorzystaniem wirtualnej poczty oraz wirtualnych kartek
- ✓ wyszukiwawcze - udostępnienie narzędzi służących przeszukiwaniu zasobów internetowych. Interia oferuje wszystkie podstawowe metody wyszukiwawcze tj.: wyszukiwarkę, katalog stron internetowych, wyszukiwarki serwisowe, bazę adresową firm
- ✓ dla użytkowników internetu - stworzenie mechanizmów do prezentacji i wymiany poglądów. Użytkownicy sieci inspirowani wspólnymi zainteresowaniami coraz częściej tworzą społeczności internetowe, które daje możliwości wymiany poglądów i informacji. Krakowskie „wrota" stworzyły dla tej grupy osób CZATerię, Hyde Park oraz Miasto WWW.

Reklama

Przychody generowane są z emisji reklamy internetowej, transakcji e-commerce oraz odsprzedaży płatnych serwisów informacyjnych. W dotychczasowej działalności portalu całość przychodów portalu pochodzi ze sprzedaży reklamy.

Wykres 1: Struktura przychodów Interia

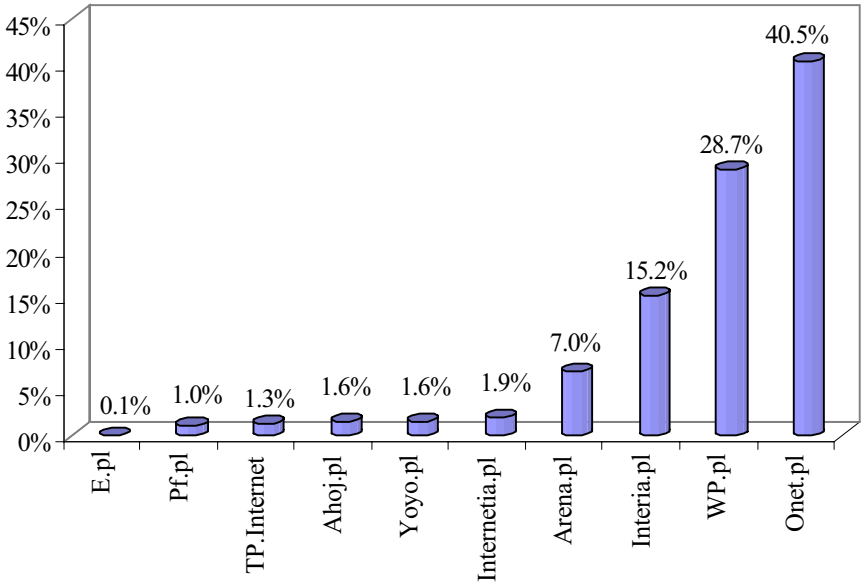


Źródło: Spółka

Bannery rozliczane są na zasadzie CPM, która pozwala reklamodawcy na ponoszenie rzeczywistych kosztów reklamy uzależnionych od emisji (np. od 1000 odsłon). Buttony mogą być podobnie jak bannery rozliczane w systemie CPM oraz poprzez zryczałtowany system czynszowy (jednostką rozliczeniową jest jeden tydzień projekcji). Mailing reklamowy oferowany jest w trzech formach uzależnionych od liczby i rodzaju wysyłanych przekazów reklamowych.

Krakowski portal przy sprzedaży reklamowej wykorzystuje technologię AdServer – system do zarządzania przestrzenią internetową. Technologia AdServer umożliwia personalizację kampanii reklamowych dając możliwość na stosunkowo precyzyjne kierowanie przekazu. W ramach AdServera możliwe jest również tworzenie raportów i statystyk dotyczących każdej konkretnej kampanii realizowanej na stronach portalu. Istotną przewagą Interii nad konkurencją jest obecność RMF FM, co nie tylko stwarza możliwości wykorzystania serwisów informacyjnych, ale również efektów synergii płynących ze wspólnych kanałów dystrybucji reklamy. Silne wsparcie akcjonariusza medialnego oraz zdolność do pozyskiwania przychodów kontrastują z badaniami popularności marek portali. Jeśli wśród ankietowanych Interia z ok. 15% popularnością zajmuje trzecie miejsce, to już pod względem przychodów wyprzedza Wirtualną Polskę i dysponuje 1/5 rynku reklamy internetowej.

Wykres 2: Ankieta przeprowadzona wśród internautów w 2000 r., którzy odpowiadali na pytanie „Który z wymienionych portali odwiedza Pan(i) najczęściej?”



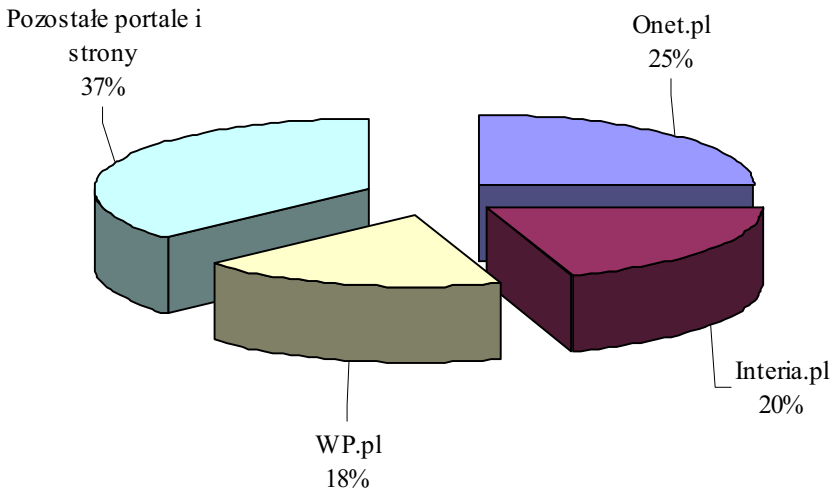
Źródło: Spółka

Naszym zdaniem rozbieżności pomiędzy wynikami popularności, a wielkością przychodów uzyskanych z reklamy odzwierciedlają filozofię przyjętą przez twórców krakowskiego serwisu oraz odmiennych działań liderów. Specyfika kampanii reklamowych realizowanych przez Onet i Wirtualną Polskę kładzie nacisk na ogólne, a zarazem szerokie zaistnienie marki w świadomości Polaków oraz wzmocnienie jej rozpoznawalności. Między innymi dlatego spontaniczna bądź wspomagana znajomość portali we wszystkich przeprowadzonych do tej pory badaniach pozycjonuje Onet i WP na zdecydowanych liderów. Podejście Interii do promocji wydaje się być bardziej ukierunkowane, zakładające dotarcie do węższej grupy użytkowników, ale nacechowanych większą wiedzą oraz świadomością internetu niż potencjalny pan Kowalski. Z jednej strony koszt takiej reklamy jest zdecydowanie niższy, a korzyści w postaci zwiększonego ruchu co najmniej porównywalne. Taki użytkownik jest oczywiście bardziej wymagający, ale jednocześnie bardziej lojalny. Po przeprowadzonej emisji krakowski portal powinien podjąć działania podobne do liderów i ukierunkować część wydatków na zwiększenie rozpoznawalności marki (oprócz zdolności do pozyskiwania reklamodawców ten element wydaje się być jednym z kluczowych w strategii portali).

Interia jako drugi podmiot na rynku (po Onecie) ma największą liczbę użytkowników korzystających z bezpłatnej poczty elektronicznej. Według przeprowadzonych w ubr. roku badań 22,5% ankietowanych osób korzysta z systemu bezpłatnych kont pocztowych interia.pl i poczta.fm. Liczba zarejestrowanych użytkowników na koniec 2000 roku według danych emitenta wyniosła 523 tys., natomiast szacowana przez nas liczba użytkowników unikalnych (unique users) wyniosła 882 tys.

Istotny podkreślenia jest fakt sezonowości nakładów na reklamę, których największe obroty przypadają na okresy styczeń-luty, maj-czerwiec, październik-listopad. Jednym z najważniejszych odbiorców usług krakowskiego portalu jest sektor medialny. W przypadku wymiany „treści medialnej”, jej rozliczenie może odbywać się na zasadach umów barterowych. Jest to jak najbardziej pozytywne zjawisko we wstępnej fazie rozwoju firmy. Niemniej jednak może istnieć możliwość stosunkowo dowolnego ustalania wartości barteru, a im słabsza pozycja danej spółki, tym większa pokusa na ustępstwa. Na pewno bardzo szybko rośnie i będzie rosła pozycja gospodarcza portali, ale póki co media związane ze „starą ekonomią” mają silniejszą pozycję przetargową.

Wykres 3: Szacowany przez Spółkę podział rynku sprzedaży reklamy internetowej w 2000 roku



Źródło: Spółka

Handel elektroniczny

Handel elektroniczny nie jest dotychczas obecny w strukturze przychodów horyzontalnego portalu. Sukces Interii podobnie jak i konkurentów związany jest z jak najszybszym uruchomieniem platform transakcyjnych na serwisie. Dlatego blisko połowa wpływów z emisji ulokowana będzie w poszerzenie faktycznej działalności o handel elektroniczny.

Spółka zamierza wdrożyć rozwiązania niezbędne do przeprowadzania transakcji B2C oraz C2C. W ramach modelu business to customer możliwe jest stworzenie wirtualnego miejsca dla sklepów, producentów, pośredników oferujących swoje wyroby internautom. W ramach schematu biznesowego customer to customer Interia zamierza zapewne udostępnić na łamach własnych stron serwisy aukcyjne.

Emitent swoje możliwości w e-commerce zdefiniował na kilku płaszczyznach:

- ✓ hipermarket internetowy – oparty o model outsourcingu logistyki i fizycznej obsługi klientów (model niskiego zaangażowania). Sam portal skupiać się będzie na udostępnieniu odpowiednio atrakcyjnej i szerokiej oferty produktowej (prezentacja wybranych ofert na serwisach tematycznych),
- ✓ pośrednictwo w sprzedaży usług – wykorzystując swoją pozycję Interia może z sukcesem oferować dotarcie do potencjalnych klientów (internautów odwiedzających jej strony). Horyzontalny charakter serwisu pozwala firmom trzecim zaoferować szeroką ofertę usług (m.in. finansowych i ubiezpieczeniowych, rezerwacji biletów, wycieczek, miejsc noclegowych czy też płatnego dostępu do banków danych),
- ✓ pasaż handlowy – wirtualne centrum handlowe grupujące oferty sklepów aktywnych w polskiej przestrzeni sieci,
- ✓ usługi udostępniania aplikacji – usługa skierowana jest do podmiotów na zasadzie wydzierżawienia wybranych zasobów Interii. Pozwala to na uczestnictwo firm dotychczas nie obecnych w internecie chociażby ze względu na ograniczone zasoby gotówkowe,
- ✓ aukcje internetowe – miejsce w sieci, gdzie nastąpi zetknięcie ofert kupna i sprzedaży, a po ich skojarzeniu nastąpi przeprowadzenie transakcji,
- ✓ płatne serwisy informacyjne – pochodna działalności informacyjnej spółki, która może być wykorzystana do odsprzedaży płatnych serwisów informacyjnych innym firmom.

W przypadku sprzedaży elektronicznej dokonywanej w wirtualnej przestrzeni można również wspomnieć o aspekcie sezonowości. Największą popularnością w przypadku e-commerce cieszą się pozycje książkowe, płyty kompaktowe, kasety, usługi turystyczne. Sumując wspomniane grupy można oczekiwać największego wolumenu sprzedaży w ostatnich miesiącach roku, w przypadku usług turystycznych dochodzi jeszcze okres urlopowy.

Inwestycje

Głównym celem upublicznienia Interii jest pozyskanie nowych środków na rozwój spółki. Uplasowanie emisji zapewni finansowanie środkami własnymi (akcjonariuszy) oraz zwiększy poziom kapitałów własnych dając nowe możliwości zewnętrznego finansowania.

Gros środków (45%) z emisji zostanie przeznaczone na inwestycje w nowe technologie. Jest to założenie warunkujące dalszy rozwój działalności e-commerce w ramach portalu. Dotychczas całość przychodów spółki pochodziła z działalności reklamowej, natomiast perspektywa kilkuletnia zweryfikuje ten model na rzecz rosnącego udziału przychodów z wykorzystaniem handlu elektronicznego. Wstępna faza rozwoju polskiego rynku usług internetowych dopuszczała stosunkowo słabą jakość rozwiązań technologicznych i infrastrukturalnych obsługujących internet. Spodziewany, a zarazem dynamiczny wzrost wykorzystania sieci wymusi stosowanie coraz to doskonalszych a zarazem kapitałochłonnych rozwiązań. Dlatego niezwykle istotne pozostaje ciągłe udoskonalanie własnej bazy technologicznej oraz poszerzanie oferowanych usług.

Drugim priorytetem krakowskiego portalu jest wzmocnienie świadomości marki Interia. Portale horyzontalne poprzez kampanie reklamowe budują nie tylko świadomość swojej marki, ale również bariery wejścia dla innych graczy. Problemem większości firm sieciowych, których modele biznesowe oparte są o pozyskanie jak największej liczby użytkowników jest stosunkowo niski poziom lojalność wśród internautów. Warunkuje to szereg działań mających na celu wzmocnienie więzi pomiędzy stroną a jej odbiorcą jej treści. Jednym z nich jest na pewno kampania reklamowa i stworzenie szeroko rozpoznawalnego wizerunku portalu. Działania marketingowe, na które ma zostać przeznaczona 1/3 środków z emisji zakładają m.in. rozpoczęcie kampanii w telewizji (podobnie jak czynią to do tej pory Onet i WP).

Ostatnim celem inwestycyjnym wynikającym bezpośrednio z przesłanek „przywiązania" internauty do serwisu jest udział w rozwoju i konsolidacji rynku (25% środków z emisji). Konsolidacja oraz przejmowanie wyspecjalizowanych dostawców usług i treści wpływać będzie na budowanie i ulepszanie zawartości „wrota". Wszystkie te działanie powinny przynieść po pierwsze pozyskanie nowych odbiorców jak i poprawę tzw. lepkości portalu (wydłużenie średniego czasu korzystania z zawartości serwisu).

Oferta publiczna

Publiczna oferta została podzielona na Transzę Otwartą w ramach której oferowane jest 992,2 tys. akcji oraz Transzę Zamkniętą z możliwością zapisu na 650 tys. walorów. Oferta publiczna spółki stanowi 25% kapitału akcyjnego i uprawnia do 6,2% głosów na WZA. Poza emisją akcji serii E dopuszczone do publicznego obrotu są również akcje imienne uprzywilejowane serii B1 oraz D1.

Jak wiadomo, notowania spółek z branży internetowej na całym świecie podlegają dynamicznym wzrostom lub spadkom. Duża zmienność kursów implikuje bardzo duże ryzyko inwestycyjne związane ze utratą wartości subskrybowanych akcji. Dlatego aby zmniejszyć to ryzyko od 2 lutego będzie możliwe „handlowanie" Prawami Do Akcji Interii.

Otoczenie rynkowe

Na rynku polskim pomimo nieobecności kapitałowej żadnego dużego zagranicznego portalu można wymienić kilkanaście podmiotów stanowiących ścisłą konkurencję Interii. Na rynku działa dwóch zdecydowanych liderów Onet.pl i WP.pl, do grupy pretendentów zaliczyć można Interię i Arenę, natomiast stawkę zamykają maruderzy Ahoj.pl, Hoga.pl, E.pl., Poland.com, Yoyo.pl, Internetia.pl. Silna pozycja Onetu oraz Wirtualnej Polski jest wynikiem zakrojonych na szeroką skalę kampanii reklamowych oraz najdłuższą obecnością w sieci, co pozwaliło na pozyskanie największych liczby odwiedzających ich serwisy. Pozostałe portale horyzontalne nie mogą pochwalić się długim okresem działalności, a sama Interia została powołana do życia w 1999 roku.

Wstępna faza rozwoju rodzimego medium pozwala założyć powstawanie nowych przedsięwzięć internetowych. Istotna konkurencja może pochodzić ze strony Agory wydawcy "Gazety Wyborczej", która uruchomiła nowy portal horyzontalny pod domeną www.gazeta.pl. Pozycja lidera na rynku prasowym, fachowa kadra, dobrze rozpoznawalna marka, zaplecze finansowe oraz efekty synergii wynikające ze wspólnych kampanii pozwalają sadzić o wymiernym sukcesie przedsięwzięcia.

Również w przypadku zaangażowania kapitałowego zagranicznych podmiotów może nastąpić przełom i tacy gracze jak Yahoo, Lycos, T-Online wykorzystując swoje know-how oraz zaplecze finansowe będą mogli zmienić obecny podział rynku.

Pora na standard

Obecnie badania oraz monitoring rynku prowadzi kilka podmiotów: SMG/KRC, GFK Polonia, TNS OBOP, Katedra Marketingu Akademii Ekonomicznej w Krakowie. Wszystkie badania przeprowadzane są metodą kwestionariuszową i dotyczą badań populacji użytkowników. Nie prowadzone są natomiast badania typu Site-centric oraz User-centic.

Badania typu Site-Centric ogólnie dotyczą uwiarygodnienia wskaźników popularności i oglądalności badanych stron (liczby odsłon, liczby unikalnych użytkowników, liczby i długości sesji). Badania User-Centic z kolei dostarczają informacji o profilach użytkowników oraz rodzaju i tematyce odwiedzanych przez nich stron.

Z punkty widzenia wyceny spółek internetowych najbardziej palącym problemem jest uwiarygodnienie wskaźników popularności stron tj. liczba odsłon, użytkownicy unikalni oraz zarejestrowani.

Jednak doprowadzenie w/w wskaźników do rzeczywistej porównywalności nawet przy powołaniu do życia odpowiednich instytucji i standardów jest praktycznie niemożliwe. Wynika to z kilku problemów, wśród których identyfikowalne to:

- ✓ udział serwerów „proxy" (W3 Cache) w ogólnej liczbie odsłon i unikalnych użytkowników. Zasada działania serwera „proxy'" opiera się o fizyczne „ściągniecie" zawartości całego serwisu i udostępnienie go w ramach lokalnej sieci do której jest przypisany (najczęściej bardzo duże społeczności lokalne). Od momentu dostarczenia treści na proxy, użytkownicy korzystają wyłącznie z jego przestrzeni. Zaniża to statystyki oglądalności oraz unikalnych użytkowników identyfikowanych na wybranym serwisie. Reasumując, im wyższy udział serwerów „proxy" w statystykach tym więsze prawdopodobieństwo zaniżania statystyk,
- ✓ udział serwerów „cache'owych". Działają na podobnej zasadzie do poprzedników, z tym że „cache'ują" jedną stronę witryny (najcześciej główna strona serwisu), która w momencie zalogowania jest już pobierana z pamięci serwera. Wpływ jest podobny jak w przypadku serwerów W3Cache, z tym, że skala tego zjawiska jest zdecydowanie mniejsza,
- ✓ częstość odświeżania serwisów i chatów na portalu. Standardowa funkcja służąca uaktualnianiu kontentu, ale jej częstotliwość może być ustawiona na różne okresy. Taka czynność przy odpowiednio krótkim okresie odświeżania serwisu, może generować dodatkowe odsłony,
- ✓ losowy charakter nadawania adresów IP w przypadku używania numeru dostępowego TPSA. System obsługi modemów oferowany przez operatora krajowego charakteryzuje się dowolnym nadawaniem adresów IP w ramach dostępnej grupy. W skrajnym przypadku ruch w sieci jednego użytkownika może być identyfikowalny jako obecność wielu unikalnych użytkowników (poprawa statystyk Unique Users). Podobny tok myślenia może być przedstawiony również i na niekorzyść tych samych statystyk,
- ✓ duże znaczenie ośrodków akademickich z ogólnodostępnymi terminalami. Brać studencka jest obecnie jedną z najliczniejszych grup wiekowych reprezentowanych w internecie. Zasada działania komputerów z dostępem do medium jest oparta o powszechność (wielu studentów korzysta z jednego adresu IP). Ewidentnie redukuje to liczbę unikalnych użytkowników zainteresowanych stroną sieciową.

Dość istotny wydaje się wkład portalu w tworzenie podstaw oraz standardów dotyczących badań polskiego rynku internetowego. Powołanie do życia razem z Onet.pl, Wirtualna Polska, Presspublika, Vogel Publishing, Agora oraz Emitent spółki Polskie Badania Internetu Sp. z o.o. ma na celu kompetentną realizację w/w celu.

Założenie spółki monitorującej oraz standaryzującej badania rynku internetowego w Polsce jest niezbędne.

Dostawcy usług

Wsparcie technologiczne ze strony głównego akcjonariusza jest znaczące, ponieważ jego całkowity udział w dostawie infrastruktury wynosi ponad 40%. Podobnie jak w obszarze dostawcy technologii wiodącą rolę pełni ComArch, tak wśród odbiorców usług marketingowych istotną rolę ogrywa drugi akcjonariusz portalu – RMF FM. Udział stacji radiowej w przychodach w pierwszym półroczu ubr. wyniósł 49% (suma usług RMF FM oraz Broker FM). Trzecim kluczowym odbiorcą była agencja reklamowa PRO-Event (16%), która realizowała kampanię dla Hewlett-Packard. Umowa z HP miała charakter typowo barterowy (w zamian za udostępnienie własnych stron krakowskie wrota sieciowe otrzymały sprzęt komputerowy).

W przypadku dostawcy usług sieciowych potwierdza się dominująca pozycja na polskim rynku Telekomunikacji Polskiej S.A., na którą przypada 95% usług sieciowych w ujęciu kosztowym. Pozostałe 5% przypada na Akademickie Centrum Komputerowe Cyfronet AGH. W przypadku przepustowości łącz stosunek ten kształtuje się na poziomie 85% i 15%. Interia jest więc uzależniona od dwóch dostawców technologii sieciowych, co w polskich warunkach (monopolistyczna pozycja narodowego operatora) nie powinno nikogo dziwić.

Alternatywny sposób na korzystanie z internetu

Na wzrost dostępu do wirtualnego świata będą miały wpływ alternatywne sposoby dostępu. Pod słowem alternatywne kryje się grupa narzędzi komunikacji tj. telefony bezprzewodowe w technologii GPRS oraz UMTS, telewizja kablowa.

Jeżeli zestawimy liczbę telefonów stacjonarnych (ok. 12 mln aparatów) do liczby używanych telefonów komórkowych (ok. 6,5 mln aparatów) to nie trzeba specjalnie tłumaczyć istoty telefonii komórkowej w rozwoju transmisji danych. Niestety obecne zaplecze technologiczne (Wireless Application Protocol jako narzędzie najbardziej zaawansowane) nie umożliwia zadowalającego obcowania w sieci. Dotychczasowy udział sprzedaży telefonów z usługą WAP stanowi kilka promili ogółu aparatów bezprzewodowych. Dopiero po wprowadzeniu technologii GPRS oraz UMTS należy oczekiwać dynamicznych przyrostów nowych osób wykorzystujących medium.

Rozwój usług CATV. Jest to alternatywny system usług dostępowych oferowanych przez operatorów telewizyjnych sieci kablowych. Jednak obecna infrastruktura kablowa sieci CATV nie spełnia odpowiednich wymogów technologicznych niezbędnych do realizacji usług ISP. Według danych na koniec 1999 roku szacunkowa liczba tzw. gniazd telewizji kablowej wynosiła 3,5 mln sztuk (ok. 10% nasycenie rynku). Dodatkowym atutem będzie na pewno zniesienie od tego roku przepisu ograniczającego kapitał zagraniczny w spółce telekomunikacyjnej do 49%. Wszystkie nowe uwarunkowania powinny przynieść wzrost penetracji internetu (m.in. szybsze łącza pozwolą na wzrost ilości oglądanych stron). Rozwój alternatywnych form dostępu wymusi na pewno konsolidację rynku oraz spadek stawek regulujących dostęp do internetu.

Myślę, że poważnym ograniczeniem zakupów w sieci jest konieczność korzystania z połączeń modemowych (opłaty uzależnione od czasu spędzonego w sieci). Kiedy już zdecydujemy się na zakupy w wirtualnych sklepach chcemy wybrać jak najlepszą ofertę, a więc musimy spędzić trochę czasu surfując. A to już kosztuje. Dlatego zmieniająca się struktura rodzajów połączeń na korzyść tych dzierżawionych (zryczałtowana miesięczna opłata) wpływać będzie na szybszy rozwój rynku B2C i C2C, a poprzez to reklamy elektronicznej.

Jest wiele czynników spowalniających nieskrępowany rozwój Sieci w naszym kraju. Nasze prognozy zakładają w przeciągu najbliższych 3-4 lat dynamiczny wzrost penetracji internetu, popularyzację reklamy elektronicznej oraz rozwój e-commerce. Wydaje się jednak, że pierwotnym problemem jest ustawa o podpisie elektronicznym. Pomimo złożonych dwóch projektów istnieje realne ryzyko nie uchwalenia aktu prawnego przez Sejm obecnej kadencji. Niekorzystny rozwój wydarzeń w istotnym stopniu wpłynie na niższe przychody nie tylko handlu, ale również reklamy internetowej będącej w dużym stopniu jego pochodną.

Mile widziani akcjonariusze

Z doświadczeń rynkowych wynika, że najciekawsze modele biznesowe w ramach portali horyzontalnych tworzą spółki technologiczne, medialne oraz telekomunikacyjne.

Każdy z wymienionych podmiotów oferuje wartość dodaną do portalu. W przypadku spółki informatycznej zapewniony jest odpowiedni poziom usług technologicznych, co w dobie bardzo szybkich przeobrażeń internetu będzie odgrywało coraz istotniejszą rolę. Można sobie wyobrazić coraz bardziej wyrafinowane (od strony technicznej) metody reklamy, której stworzenie będzie wymagało odpowiedniego poziomu wiedzy oraz palety narzędziowej.

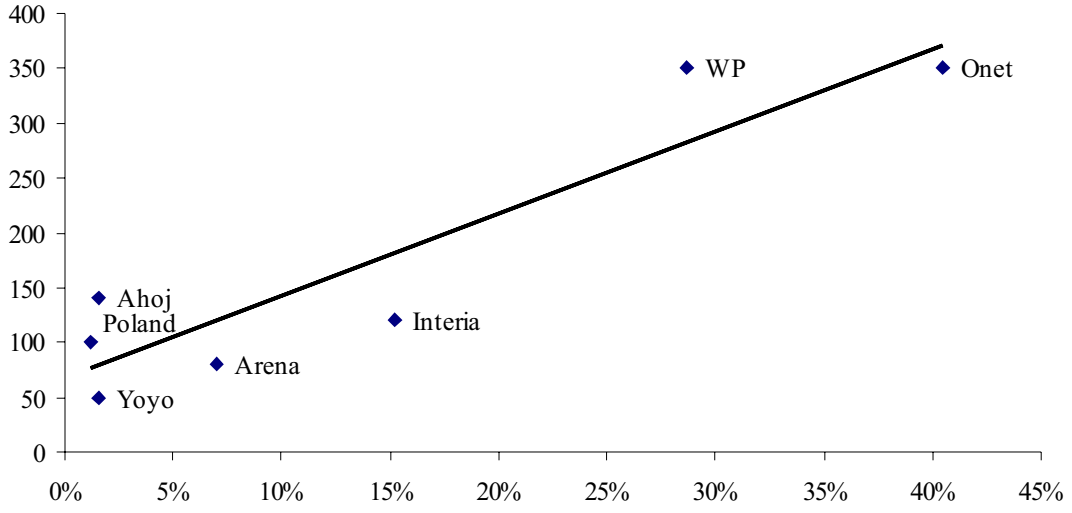
Partner medialny stanowi jedno z najważniejszych ogniw sukcesu portalu horyzontalnego. Akcjonariusz medialny jest w stanie zapewnić wysoką jakość kontentu oraz bieżący dostęp do informacji. W ramach współpracy możliwe jest tworzenie kompleksowych kampanii. W takim rodzaju symbiozy portal jest w stanie szybciej osiągnąć swój break-even ponieważ nie jest zmuszony utrzymywać składu redaktorskiego opracowującego informacje (potrzebne są jedynie osoby do obróbki graficznej).

Będąc przy kwestii zatrudnienia można zbudować model regresji, w którym oś X to popularność portali, a oś Y to liczba osób, które portale zatrudniają. To że dany poziom popularności nie odzwierciedla dokładnie wielkości sprzedaży widać na przykładzie Interii (druga pod względem przychodów z reklamy internetowej, trzecia pod względem popularności). Niemniej jednak model daje pewne wyobrażenie o kosztach osobowych w portalach. Odnosząc popularność do poziomu zatrudnienia można obliczyć wielkość przychodów (popularności) generowaną przez jednego zatrudnionego.

Wykres 4 jest potwierdzeniem tezy racjonalnego zatrudnienia w przypadku współtworzenia biznesu z udziałowcem medialnym (największa efektywność mierzona pozycjonowaniem wobec średniej rynkowej).

Wsparcie firmy telekomunikacyjnej daje portalowi sposobność stworzenia modelu ISP/ Portal z korzyściami dla obu firm. Z jednej strony mamy dostęp do internetu, który w miarę upływu czasu i nowych sposobów dotarcia do informacji będzie charakteryzował się drenażem marż. Z drugiej intetrnetowe wrota, których popularność przyciągać będzie nowych użytkowników i zwiększać ruch w ramach wspólnego przedsięwziecia.

Wykres 4: Graficzna interpretacja wskaźnika popularności względem zatrudnienia



Źródło: Popularność: II Badanie Polskich Użytkowników Internetu Akademii Ekonomicznej w Krakowie
Zatrudnienie: BM BGŻ SA

Przyszła pozycja portalu

W naszych prognozach zakładamy, że to między innymi elektroniczna sieć stanie się stymulatorem wzrostu gospodarczego kraju. Bo przecież wprowadzenie internetu skraca cykle produkcyjne, umożliwia nowe sposoby generowania dochodów, obniża ceny poszczególnych usług i produktów (tendencja do obniżania inflacji) oraz cechuje go szeroko pojęta wszechstronność oddziaływania.

W naszych projekcjach założyliśmy więc dynamiczny wzrost zarówno reklamy internetowej jak i handlu elektronicznego, a wynika to z szeroko pojętych korzyści rozwoju medium. Jednak praktycznie zerowy poziom od jakiego zaczynamy prognozy implikuje duży poziom subiektywizmu oraz ryzyka nie sprawdzenia się prognoz. Internet jest na tyle dynamicznym zjawiskiem, iż rozpatrywanie ogólnych tendencji w skali dziesięciu lat jest bardzo trudne, a nowe inicjatywy tj. prowadzone badania Microsoft.NET (informacja dostępna w każdej chwili, z każdego urządzenie i miejsca) mogą wpłynąc na powstanie internetu nowej generacji.

Prognozując rozwój rynku reklamy elektronicznej musimy pamiętać o fakcie, iż dokonujemy projekcji reklamy w sensie gotówkowym i barterowym. W ubiegłym podział rynku pomiędzy tymi grupami można szacować na 60% : 40%. W miarę rozwoju penetracji internetu i zasięgu reklamy elektronicznej należy się spodziewać substytucji barteru przychodami pieniężnymi.

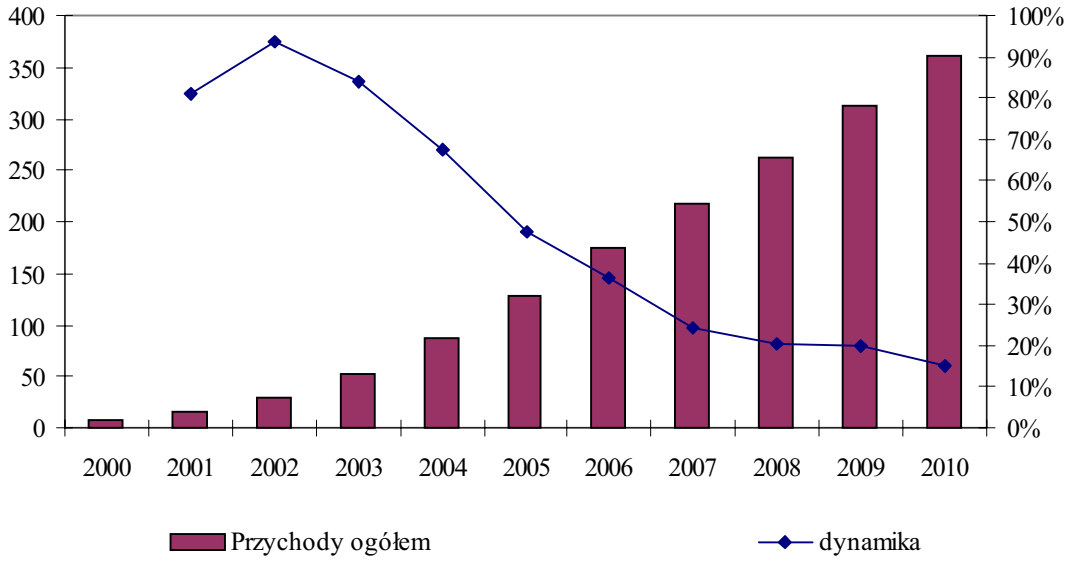
Prognozy przychodów spółki przeprowadziliśmy w trzech wariantach. Dla potrzeb raportu przestawimy nasze oczekiwania co do rozwoju Interii w wariancie neytralnym. Warianty rozwoju sytuacji uzależniliśmy od ilości pozyskiwanych użytkowników unikalnych i zarejestrowanych.

Realizację prognoz przychodów spółki należy rozpatrywać na dwóch płaszczyznach: dochodów z reklamy oraz z dochodów z e-commerce. Uważamy, iż w 2010 roku zdecydowana większość przychodów (ok. 79%) pochodzić będzie ze w sprzedaży reklamy, a pozostałe 21% z handlu elektronicznego.

Naszym zdaniem nie możliwe będzie utrzymanie zeszłorocznego udziału spółki w rynku reklamy internetowej na poziomie 20%. Założyliśmy, że średni ważony udział portalu (ważony prawdopodobieństwami wystapienia każdego ze scenariuszy) w 2010 roku ustabilizuje się na poziomie 17,8%. Powyższe założenie wynika z wręcz embrionalnego charakteru rodzimego medium, którego rozwój determinować będzie powstawanie nowych podmiotów agregujących reklamę.

Pomimo nastawienia na generowanie zysków głównie poprzez sprzedaż powierzchni reklamowej (wykorzystanie oczywistych atutów spółki), coraz istotniejszą rolę odgrywać będzie handel elektroniczny. Jego rosnący udział wynikać będzie z potencjalnie, większej pojemności rynku niż w przypadku segmentu reklamy elektronicznej. Przewidujemy, iż portale horyzontalne będą pośredniczyć w 1/4 wszystkich transakcji dokonywanych on-line, a dla samej Interii przypadnie 15%-owy kawałek tortu w ramach tej grupy.

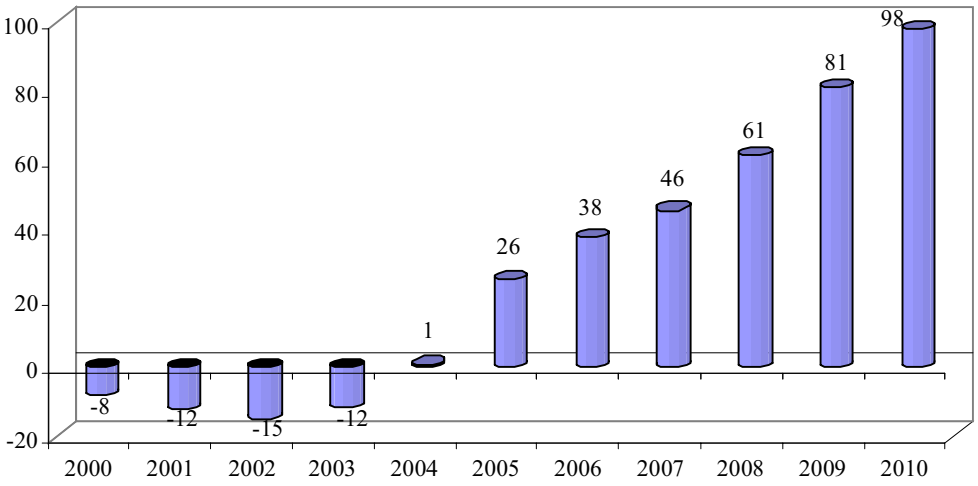
Wykres 5: Prognoza przychodów oraz dynamiki przychodów Interia (mln PLN)



Źródło: BM BGŻ SA

Według naszych projekcji sieciowy portal osiągnie swój break-even, podobnie jak pierwszy dodatni NOPLAT(zysk operacyjny skorygowany o podatek) w 2004 roku. Do tego momentu należy oczekiwać strat na poziomie operacyjnym i netto. W rezultacie przewidujemy, że w 2003 roku spółka będzie zmuszona uplasować nową emisję akcji.

Wykres 6: NOPLAT wypracowany przez Interia.pl w latach 2000-2010 (mln PLN)



Źródło: BM BGŻ SA

Oczekujemy, że marża EBIT w wariancie neutralnym osiągnie w ostatnim roku projekcji prawie 35%. Tak duża rentowność wynika ze specyfiki modeli biznesowych opartych na kosztach stałych większych niż w przypadku spółek starej ekonomii, co determinuje silną dźwignią operacyjną.

Wycena portalu

Czynniki o których wspomnieliśmy na etapie projektowania przyszłości internetu mają swoje odzwierciedlenie w ograniczonej dokładności każdej z wycen. Próba określenia fair value Interii sprowadza się więc do określenia jak największej próby estymacji, która pozwoli na wyznaczenie pewnego przedziału wartości. W naszym przypadku posłużyliśmy się trzema metodami: transakcyjną, porównawczą oraz zdyskontowanego P/E.

Metoda transakcyjna

Metoda transakcyjna przeprowadzona w oparciu o cztery transakcje przeprowadzone na rynku.

Tabela 1: Wybrane transakcje na rynku portali horyzontalnych

Nabywający	Portal	Wartość transakcji (mln PLN)*	Liczba odsłon (mln)	Zarejestrowani użytkownicy (tys.)
ITI Holdings	Onet	1 243	154	1016
Prokom Internet	WP	301	122	850
Elektrim	Poland.com	73	10	8
STGroup	YoYo	25	60	25

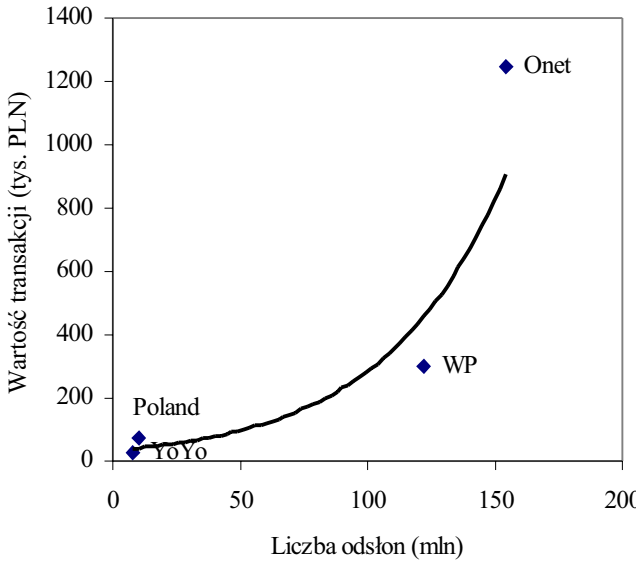
Źródło: BM BGŻ SA

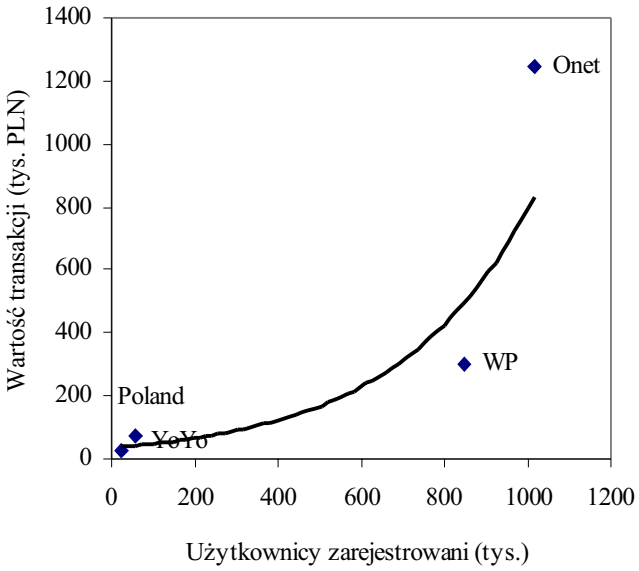
*wartość podana w przeliczeniu na wszystkie akcje

Statystyki dotyczące liczby odsłon oraz zarejestrowanych użytkowników bazują na podstawie oficjalnych liczb podanych przez portale w miesiącu zawarcia transakcji (Poland.com oraz YoYo). W przypadku nie posiadania oficjalnych statystyk ich wartości zostały estymowane (Onet, WP). Rozpatrywanie przyszłości w przypadku portali powinno zawierać się w ramach sukcesu albo porażki (odpowiednio wysoka, dodatnia lub ujemna dynamika przychodów). Natomiast scenariusz z niską dynamiką przychodów jest mało prawdopodobny. Dlatego liderzy rynku z silną pozycją powinny być wyceniani z premią i stosownie mniejsze portale z dyskontem. Naszym zdaniem, najdokładniej opisane zależności opisuje funkcja wykładnicza, której rolę sprowadziliśmy do dwóch funkcji regresji uzależniających wartość transakcji od liczby odsłon oraz zarejestrowanych użytkowników.

Na podstawie dwóch poniższych modeli estymowana wartość Interii wynosi 25 zł (kryterium: odsłony) oraz 27 zł (kryterium: użytkownicy). Stosunkowo dobre dopasowania obu modeli (ok. 90%) nie przesądza o dobrej predykcyjności. Potwierdzają to odchylenia wartości transakcji liczonych na podstawie wzorów regresji w stosunku do rzeczywistych transakcji.

Wykres 7: Regresja wykładnicza uzależniająca wartość transakcji od liczby odsłon oraz liczby zarejestrowanych użytkowników





Źródło: BM BGŻ SA

W celu uzupełnienia metody transakcyjnej obraliśmy jeszcze jedno podejście tożsame również z funkcją wykładniczą. Punktem wyjścia jest natomiast nie pewien trend a stosunek wskaźników (odsłony, użytkownicy) Interii i portalu stanowiącego punkt odniesienia. Kluczowym założeniem metody jest doprowadzenie do porównywalności wszystkich danych, czyli zastosowanie wskaźników z miesiąca, w którym dokonano transakcji sprzedaży portalu do wskaźników Interii w analogicznym okresie. Po wyznaczeniu liniowej zależności pomiędzy każdą z transakcji a obecnymi wskaźnikami krakowskiego portalu, skorygowaliśmy je o stosowne wartości premii / dyskonta. Premia i dyskonto zawiera wyrównanie wykładnicze. Mediana wartości estymowanych z wszystkich prób po odrzuceniu skrajnych liczb wynosi 284 mln zł (43 zł za akcję).

Tabela 2: Charakterystyka wyceny transakcyjnej z uwzględnieniem pozycji rynkowej

Onet		**Interia**		**Premia**	**Wycena po korekcie**	
Liczba odsłon	154	Liczba odsłon	61	83%	267.5	
Użytkownicy	1016	Użytkownicy	465	72%	330.9	
WP		**Interia**				
Liczba odsłon	122	Liczba odsłon	75	47%	125.8	
Użytkownicy	850	Użytkownicy	523	47%	126.0	
Poland		**Interia**		**Dyskonto**		
Liczba odsłon	10	Liczba odsłon	40	-53%	447.5	
Użytkownicy	60	Użytkownicy	355	-56%	677.8	**Średnia**
YoYo		**Interia**				266
Liczba odsłon	8	Liczba odsłon	17	-41%	74.8	**Mediana**
Użytkownicy	25	Użytkownicy	190	-58%	299.8	284

Źródło: BM BGŻ SA

Ostateczna wycena Interii przeprowadzona metodą transakcyjną jest średnią analizowanych trzech podejść i wynosi 32 zł za walor.

Metoda porównawcza

Do grupy porównawczej spółek wytypowaliśmy firmy internetowe działające w Europie oraz USA. Do wyznaczenia wartości Interii posłużyliśmy się wskaźnikiem P/S (cena do przychodów), chociaż wiarygodniejsze jest na pewno EV/S (wartość przedsiębiorstwa do przychodów). Jednak brak odpowiednich danych uniemożliwił jego wykorzystanie. Wartość P/S została wyliczona dla przychodów estymowanych na 2000 oraz prognozowanych na 2001 rok (źródło: Bloomberg). Cena to z kolei średnie kwotowania z 30 sesji dla wybranych spółek do dnia 12/01/2001 włącznie. Średnia 30-sesyjna pozwala na częściowe wyczyszczenie notowań z wpływu tzw. day-traderów.

Wybrane do wyceny spółki podzieliliśmy na dwie grupy według kryterium miejsca prowadzenia biznesu:

- ✓ USA Yahoo, Earthlink, Looksmart, Goto.com
- ✓ Europa Terra-Lycos, Tiscali, Web.de, Lycos Europe, Endemann!!Internet

Kluczowym problemem jest wytypowanie spółek tak naprawdę porównywalnych do wycenianej. Na rynku polskim nie ma upublicznionych jeszcze spółek stricte internetowych. Z kolei firmy amerykańskie i europejskie działają na innych rynkach, w innym otoczeniu makroekonomicznym oraz charakteryzują się bardziej zaawansowanym modelem biznesowym. Zamiast więc porównywać wyłącznie obecne wskaźniki P/S proponujemy doprowadzić do zbliżonej porównywalności poziom rozwoju rynków na których analizowane firmy są aktywne.

Na podstawie naszych prognoz oraz projekcji dostępnych dla rynków: europejskiego oraz amerykańskiego założyliśmy 2 letni okres opóźnienia Polski w stosunku do Europy Zachodniej oraz 4 letni okres opóźnienia w stosunku do USA. Oczywiście nie jest to idealne rozwiązanie, niemniej jednak uwzględnia szersze spektrum działalności analizowanego portalu.

Reasumując, wyceniając Interię posłużyliśmy się zdyskontowanymi przychodami z 2002 i 2003 roku i porównaliśmy je ze średnim P/S (mediana) dla spółek europejskich.

W drugim przypadku przychody z 2004 i 2005 roku zdyskontowane na dzień dzisiejszy porównaliśmy z P/S (mediana) dla firm zza oceanu. W sumie otrzymaliśmy macierz czterech estymacji Interii.

Tabela 3: Podstawowe dane - metoda porównawcza (mln PLN)

	2000	2001p	2002p	2003p	2004p	2005p
Wariant I (neutralny)	8.1	14.6	28.3	52	87	128.6
Waga	10%					
Wariant II (optymistyczny	8.1	15	30.1	57.3	99.6	153.3
Waga	50%					
Wariant III (pesymistyczny)	8.1	14.2	26.5	47	75.4	106.4
Waga	40%					
Przychody (uwzględnienie wag)	8.1	14.7	28.5	52.6	88.6	132.1
Mnożnik dyskonta			0.56	0.45	0.38	0.32
Przychody zdyskontowane	**8.1**	**14.7**	**15.8**	**23.9**	**33.5**	**42**
Średnie P/S (Europa)			22.3	9.5		
Średnie P/S (USA)					3.6	1.9

Źródło: BM BGŻ SA

Wycena jednego waloru portalu w oparciu o uzyskane wartości wynosi 26,5 zł, a wartość całego portalu waha się w granicach 174 mln zł.

Zdyskontowane P/NOPLAT

Projekcję wyników finansowych krakowskiej firmy przeprowadziliśmy do 2010 roku. Wyznaczenie wartości rezydualnej zastąpiliśmy metodą przyszłego zdyskontowanego P/NOPLAT, którego wartość określiliśmy na poziomie 10 (tożsame ze wskaźnikiem wzrostu zysków w nieskończoność równym 5-6%). Poprzez analogię do rynku amerykańskiego i europejskiego ryzyko giełdowe spółek internetowych należy uznać za wysokie. W większości przypadków rynkowa beta dla wirtualnych przedsięwzięć waha się w granicach 2-3. Dlatego za stosowne uznaliśmy przyjęcie w pierwszych latach projekcji rynkowe beta dla Interii na poziomie 2,5. Poniższa tabela obrazuje nasze wyobrażenie o wynikach w ostatnim roku projekcji z uwzględnieniem trzech scenariuszy.

Ostatnia linia określa prawdopodobieństwo zajścia danego scenariuszu.

Tabela 4: Wycena Interia.pl metodą zdyskontowanego przyszłego P/E (mln PLN)

	Optymistyczny	Neutralny	Pesymistyczny
Przychody ogółem	520,4	360,3	262,2
Przychody z reklamy	421,7	286,2	212,8
Udział w rynku reklamy internetowej	*23,2%*	*15,7%*	*11,7%*
Przychody z e-commerce	98,7	74	49,4
Udział Interii w rynku e-commerce portali	*20%*	*15%*	*10%*
EBIT	194,6	125,7	83,1
Marża EBIT	*37,4%*	*34,9%*	*31,7%*
NOPLAT	151,8	98,0	63,8
P/NOPLAT	10	10	10
Fair Value	1518	980	638
Prawdopodobieństwo	*50%*	*10%*	*40%*

Źródło: BM BGZ SA

Wycena spółki przeprowadzona metodą zdyskontowanego P/NOPLAT wynosi 24 zł w przeliczeniu na akcję, a wartość całego portalu estymowanana jest na 158 mln zł.

Analiza techniczna

Wykres arytmetyczny

Do niedawna indeks NAS/NMS Composite znajdował się w trendzie spadkowym w kanale zaznaczonym na wykresie. Kilka dni temu nastąpiło wyraźne przełamanie linii tego trendu (górnej linii kanału). Jest to pozytywny sygnał.

Wykres logarytmiczny

Wzrost, który na wykresie arytmetycznym spowodował przełamanie ważnej linii trendu spadkowego, na wykresie logarytmicznym nie spowodował większych zmian. Kurs tylko doszedł tu do linii trendu spadkowego, ale na razie jej nie przełamał.

Jak widać sytuacja przedstawia się odmiennie w zależności od tego jaką skalę zastosujemy. Wydaje się więc, że najbezpieczniejszym wyjściem będzie uznanie przełamania linii trendu na wykresie arytmetycznym za zapowiedź poprawy, ale niekoniecznie od razu zmiany trendu na wzrostowy. Zamiast tego może nastąpić spowolnienie spadku, lub konsolidacja. Ta ostatnia możliwość wydaje się zresztą najbardziej prawdopodobna. O zmianie trendu na wzrostowy będzie można mówić, gdy odpowiedni sygnał pojawi się także na wykresie logarytmicznym.

Wykres arytmetyczny

Wykres logarytmiczny

WYDZIAŁ DORADZTWA INWESTYCYJNEGO

NACZELNIK	Tomasz Dumała	
Informatyka Media Internet	Paweł Małyska	(0-22) 629 07 47
Chemia Metalurgia AGD Telekomunikacja Telefonia komórkowa Farmacja	Marcin Sójka	(0-22) 629 07 47
Budownictwo Materiały budowlane Narodowe Fundusze Inwestycyjne	Robert Chojnacki	(0-22) 629 07 47
Banki Ubezpieczenia Instytucje finansowe	Tomasz Dumała	(0-22) 629 07 47
Branża spożywcza Branża drzewno-meblarska	Robert Przytuła	(0-22) 629 07 47
Analiza techniczna	Marcin Lachowski	(0-22) 629 81 26
Edytor	Monika Deretkiewicz	(0-22) 629 07 47

WYDZIAŁ ZARZĄDZANIA PORTFELEM

NACZELNIK	Mirosław Dziółko
Konrad Puścian	(0-22) 628 06 31
Marcin Zdanowski	(0-22) 628 06 31

TYPY REKOMENDACJI

KUPUJ - rekomendacja kupuj oznacza, że spółka jest niedowartościowana o więcej niż 20% co oznacza że spodziewamy się wzrostu kursu akcji o więcej niż 20% w rekomendowanym okresie.

AKUMULUJ - rekomendacja akumuluj oznacza, że spółka jest niedowartościowana o 10 do 20% w związku z tym rekomendujemy wykorzystywanie spadków kursu akcji do kupowania.

NEUTRALNA - rekomendacja neutralna oznacza, że akcje danej spółki są wycenione prawidłowo w związku z tym ich kurs może się wahać o +10%/-10%

REDUKUJ - rekomendacja redukuj oznacza, że spółka jest przewartościowana o 10 do 20% w związku z tym rekomendujemy wykorzystywanie wzrostów kursu akcji do ich sprzedaży.

SPRZEDAJ - rekomendacja sprzedaj oznacza, że spółka jest przewartościowana o więcej niż 20% co oznacza, że spodziewamy się spadku kursu akcji o więcej niż 20% w rekomendowanym okresie.

Rekomendacja krótkoterminowa obejmuje horyzont 3 miesięczny, a **rekomendacja długoterminowa** dotyczy horyzontu 12 miesięcznego.

Wydział Doradztwa Inwestycyjnego
Biuro Maklerskie Banku Gospodarki Żywnosciowej S.A.
ul. Żurawia 22, 00-515 Warszawa
tel. (0-22) 629 07 47; fax (0-22) 625-30-62
email:wdi@bmbgzsa.com.pl