

piątek, 9 listopada 2018 | komentarz specjalny

Asseco SEE – Wzrost wyników i dobra pozycja kredytowa

Rekomendacja: przeważaj | cena bieżąca: 11,20 PLN

ASE PW; ASE.WA | Informatyka, Polska

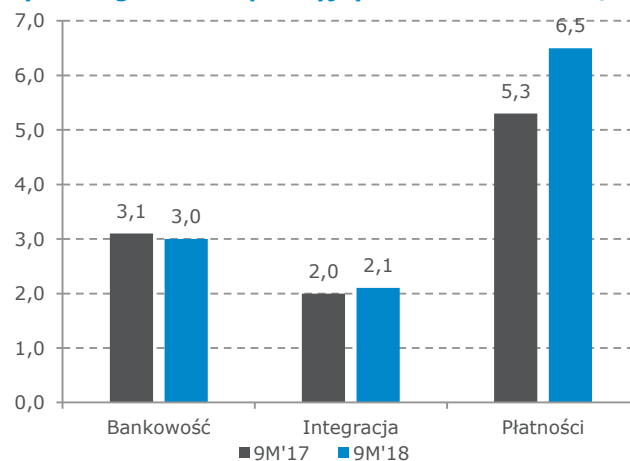
Opracowanie: Paweł Szpigiel+48 22 438 24 06

W ciągu ostatnich 3 miesięcy wycena giełdowa walerów Asseco South Eastern Europe spadła o > 5%, nieco gorzej niż szeroki indeks. Rynek wydaje się ignorować dużą poprawę jaką Spółka zanotowała w 3Q'18. Problemy, które wystąpiły wskutek rozwiązania umowy z Nova Kreditna Banka Maribor w 1Q'18 i wywołały słabość segmentu bankowego (-27% R/R w 1H'18 na linii EBITDA segmentu) zostały nadrobione przez świetny wynik w 3Q'18 (+36% R/R). Wraz z poprawą w pozostałych segmentach przełożyło się to w 3Q'18 na wzrost wyników o 29% R/R (na linii EBITDA). Obecny poziom kursu Asseco SEE implikuje wskaźniki EV/EBITDA'19 = 3,8x i P/E'19 = 8,8x (7,6x korygując o gotówkę netto), co oznacza aż 48% i 31% dyskonta do spółek porównywalnych. Wskaźniki wyceny w transakcji zakupu rumuńskiego Provus przez Innova Capital do niemieckiego Wirecard implikują wartość segmentu płatności na poziomie 708-744 mln PLN, czyli 122-128% obecnej kapitalizacji Asseco SEE. Spółka ma także bardzo dobrą sytuację kredytową (dług netto/EBITDA na koniec 2018 r. szacujemy na -0,7x), a ewentualna transakcja przejęcia pakietu 65% udziałów w Necomplus od Asseco Poland może jedynie zmniejszyć stan gotówki netto do zera. Asseco SEE generuje FCFE rzędu 35-40 mln PLN, co oznacza >6 mln PLN nadwyżki po wypłacie dywidendy, którą szacujemy w 2019 r. na 0,60 PLN (15% wzrostu R/R, DivYield = 5,3%). Asseco SEE jest jednym z naszych faworytów w polskim IT. Naszym zdaniem, patrząc na niską wycenę i wielkość generowanego strumienia gotówki, spółka stanowi dobry cel do przejęcia, zwłaszcza dla Asseco Poland, które deklarowało chęć kolejnych akwizycji. Prawdopodobną opcją jest też skup akcji własnych, zwłaszcza że Zarząd wielokrotnie podkreślał niedoszacowanie wartości akcji Asseco SEE na GPW.

Dobre wyniki za 3Q'18

Asseco SEE zaraportowało zestaw bardzo dobrych wyników za 3Q'18. Przychody ze sprzedaży wyniosły 151,5 mln PLN i były wyższe R/R o blisko 19%. Na dobre wyniki ASEE wpływ ma wyraźna poprawa koniunktury na dwóch największych rynkach dla ASEE, tj. w Chorwacji i Serii (odpowiednio + 49% i +16% R/R wzrostu obrotów w EUR w 3Q'18 oraz +26% i +21% poprawy R/R w ciągu 9M'18). Pomimo dużego wzrostu obrotów, Spółce udało się utrzymać rentowność marży brutto ze sprzedaży (25,8% w 3Q'18 vs. 25,4% rok wcześniej). Koszty SG&A wyniosły w 3Q'18 20,4 mln PLN vs. 21,4 mln PLN w 2Q'18 i 19,3 mln PLN w 3Q'17. Stąd EBITDA była na poziomie 30,5 mln PLN (+29% R/R), a dodatkowo istotny pozytywny wynik na niezrealizowanych dodatnich różnic kursowych z przeliczania sald należności i gotówki utrzymywanych w USD przez turecką spółkę ASEE przełożyło się na wysoki zysk netto (18,3 mln PLN, +66% R/R).

Wyniki segmentów operacyjnych w ASEE w 9M'17/'18



Źródło: ASEE

Duża poprawa w bankowości

Zysk EBITDA w segmencie rozwiązań bankowych po 9M'18 wyniósł 3,8 mln PLN EUR i był tylko -8% niższy R/R (vs. -27% R/R po 1H'18). Słabe wyniki to rezultat rozwiązania umowy sprzedaży centralnego systemu bankowego dla Nova Kreditna Banka Maribor. Spółka zmuszona była odwrócić część przychodów z projektu rozpoznanych w czwartym 4Q'17 oraz nie otrzymała wynagrodzenia za prace wykonywane w 1Q'18. Łączny negatywny wpływ rozwiązania umowy na EBIT wyniósł ok. 0,65 mln EUR. Ponadto w 1H'18 nastąpiło pogorszenie sprzedaży rozwiązań uwierzytelniających na Chorwacji. Okres 3Q'18 przyniósł dużą poprawę (EBITDA w EUR +36% R/R), dzięki wyższej sprzedaży centralnych systemów bankowych w Rumunii, Macedonii oraz Bośni i Hercegowinie, a także rozwiązań mobilnych w Chorwacji.

Segment płatności w dobrej formie

Przychody segmentu płatności w 9M'18 wyniosły 41,8 mln EUR (+15% R/R), głównie z/w na wyższe obroty usług związanych z utrzymaniem bankomatów (głównie w Rumunii oraz w Chorwacji, gdzie nastąpiło kilka dostaw infrastruktury w tradycyjnym modelu utrzymania bankomatów). Payten Chorwacja realizuje ponadto nowe kontrakty na outsourcing usług płatniczych. W wynikach segmentu płatności widoczny było też uruchomienie niezależnej sieci bankomatów pod marką MoneyGet w w Chorwacji, Czarnogórze oraz w Serbii.

Dobre perspektywy na 4Q'18 i 2019

Zarząd Asseco SEE na konferencji po 3Q'18 dał inwestorom pozytywny przekaz. Backlog na 4Q'18 w całej grupie na przychodach ogłoszono na 34,3 mln EUR (+21% R/R), a na marży M1 na 23,2 mln EUR (+8% R/R). Warto podkreślić, że grupa spodziewa się lepszego performance segmentu płatności (portfel zamówień Payten na 4Q'18 wyniósł 12,5 mln EUR, tj. + 27% na przychodach i +10,0 mln PLN, tj. +13% więcej R/R na marży M1). Zarząd z optymizmem patrzy na 2019 r., spodziewa się mocnego popytu na rozwiązania mobilne w bankowości w Chorwacji, liczy na wzrost sprzedaży systemu PSD2.

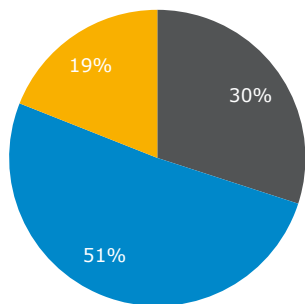
Atrakcyjne wskaźniki wyceny

Ze względu na dobre perspektywy 4Q'18 i 2019 podwyższamy nasze prognozy wyniku EBITDA na 2018/19 o 8,7% i 12,1%. Spółka jest notowana obecnie na wskaźniki wyceny EV/EBITDA'18/19 oraz P/E'18/19 rzędu odpowiednio 4,2x/3,8x oraz 8,9x/8,8x, czyli z odpowiednio 49%/48% oraz 38%/31% dyskonto do spółek porównywalnych. Uznajemy poziom wskaźników za atrakcyjny biorąc pod uwagę tempo wzrostu wyników (+13% w 2018 r. i +7% w 2019 r. na linii EBITDA).

Wycena Payten

Asseco SEE wydzieliło w ostatnich miesiącach spółkę Payten. Obszar płatności cechuje się wyższymi niż branża IT wskaźnikami wyceny. Jednak Payten trudno porównywać do globalnych firm jak Wirecard (EV/EBITDA'18=23,1x), FirstData (EV/EBITDA'18=11,5x) czy PayPal (EV/EBITDA'18=32,2x). Natomiast wyceniając Payten inwestorzy powinni naszym zdaniem brać pod uwagę transakcję sprzedaży rumuńskiego Provous przez Innova Capital na rzecz niemieckiego Wirecard za 32 mln PLN, co przy ówczesnych wynikach implikuje wskaźniki P/S 3,3x, EV/EBITDA 10,0x i P/E 18,8x. Provous jest dostawcą usług zakresie wydawania kart płatniczych, obsługi bankomatów oraz terminali POS, przetwarzania transakcji przy użyciu kart, obsługi transakcji handlu elektronicznego. Przykładając wskaźniki wyceny P/S i EV/EBITDA Provusa do obecnych wyników Paytena, wycena tego podmiotu wynosi odpowiednio 774 mln/ 708 mln PLN (czyli 128% i 122% obecnej kapitalizacji Asseco SEE).

Udział segmentów w wyniku EBIT za 9M'18



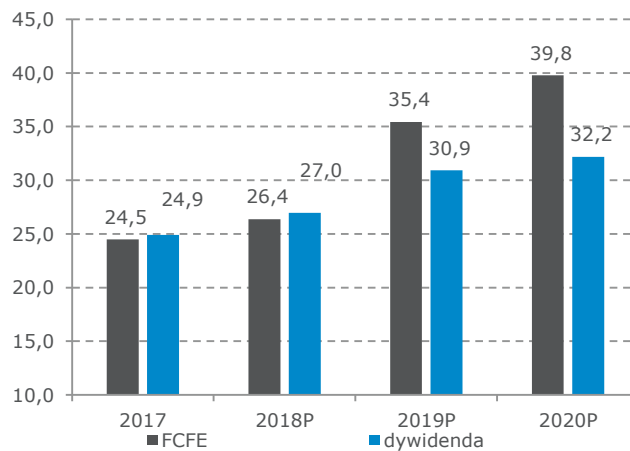
■ Bankowość ■ Płatności ■ Integracja

Źródło: ASEE

Brak zadłużenia i generacja gotówki

Na koniec 3Q'18, już po wypłacie dywidendy 0,52 PLN na akcję, Asseco SEE wykazało stan gotówki 57,8 mln PLN. Zadłużenie netto/EBITDA na koniec roku szacujemy na -0,7x. FCFE generowany przez Spółkę w latach 2018-20 szacujemy na ok. 35-40 mln (FCFE Yield = 6,0-6,9%). Podkreślamy w tym miejscu, że CAPEX obecnie jest obecnie podwyższony przez inwestycję w infrastrukturę pod projekty płatnicze. Po wypłacie dywidendy w grupie Asseco SEE pozostaje więc > 6 mln PLN. Sytuacja kredytowa grupy jest więc bardzo dobra. Co więcej, sądzimy że zapowiadane akwizycje nie powinny drastycznie zmienić wielkości podziału zysku z akcjonariuszami. Asseco SEE zapowiadało że do końca roku mogłoby sfinalizować dwa przejęcia: Necomplus - spółki z grupy Asseco oraz zagranicznego podmiotu z branży płatności. Wartość bilansowa pakietu 65% udziałów w Necomplus jest określona na 42 mln PLN (na koniec 2017 r.) w sprawozdaniach grupy Asseco Poland. Przyjmujemy, że to minimalna wartość zbycia udziałów przez matkę Asseco. Uważamy, że nawet przejmując całość udziałów (ok. 60-70 mln PLN), Asseco SEE wykorzysta jedynie gotówkę netto zgromadzoną do końca 2018 r., jednocześnie spółka będzie mieć do ok. 120 mln PLN pojemności na dodatkowe akwizycje (1,0x EBITDA).

FCFE a dywidenda w latach 2017-2020



Źródło: ASEE, Dom Maklerski mBanku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprz.	570,6	570,9	636,5	677,9	710,9
R/R		0,0%	11,5%	6,5%	4,9%
Koszt własny sprzedaży	434,3	427,0	478,1	509,1	534,0
Zysk brutto ze sprzedaży marża	136,3	143,8	158,4	168,7	177,0
	23,9%	25,2%	24,9%	24,9%	24,9%
Koszty sprzedaży	38,1	35,1	44,5	47,4	49,8
Koszty ogólnego zarządu	42,3	42,6	38,8	41,5	43,7
Poz. dział. operacyjna	0,9	-0,3	0,2	0,0	0,0
EBIT	56,8	65,9	75,3	79,8	83,5
marża %	10,0%	11,5%	11,8%	11,8%	11,7%
EBITDA	94,0	106,5	120,8	129,5	136,8
marża %	16,5%	18,7%	19,0%	19,1%	19,2%
Wynik brutto	61,0	67,4	79,8	80,5	83,5
Wynik netto	51,5	54,6	65,1	65,7	68,1

Przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przepływy operacyjne	87,7	94,7	96,5	105,3	111,6
Amortyzacja	37,3	40,6	45,5	49,6	53,4
Pozostałe	50,4	54,1	51,0	55,7	58,3
Przepływy inw.	-38,3	-64,8	-65,6	-69,2	-71,8
CAPEX	-35,5	-68,6	-65,6	-69,2	-71,8
Przepływy finansowe	-29,5	-23,9	-45,2	-52,5	-32,2
Dług	-2,7	4,2	-22,7	-22,3	0,0
Dywidendy/buy-back	-21,8	-24,9	-27,0	-30,9	-32,2
Odsetki od długu	4,2	1,6	4,5	0,7	0,0
Pozostałe	-9,3	-4,8	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu śr. pien.	19,8	6,0	-14,3	-16,4	7,6
ŚP na koniec okr.	118,0	115,7	101,4	85,0	92,6
DPS (EUR)	0,42	0,48	0,52	0,60	0,62
FCF	52,2	26,0	30,9	36,1	39,8

Zmiana prognoz

	2018P	2019P	2020P
Przychody	-0,2%	2,7%	4,4%
EBITDA	8,7%	12,1%	15,1%
EBIT	7,9%	9,8%	11,7%
Zysk netto	14,7%	10,7%	11,7%
DPS	0,0%	8,9%	8,5%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	946,4	918,3	940,0	956,0	994,5
Aktywa trwałe	642,9	630,6	650,7	670,3	688,8
Wartość firmy	505,6	475,4	475,4	475,4	475,4
Pozostałe	137,3	155,2	175,4	194,9	213,4
Majątek obrotowy	303,5	287,8	289,3	285,7	305,7
Zapasy	23,5	24,8	28,2	30,9	33,4
Nal. krótkoterminowe	126,5	120,2	132,6	142,7	152,6
Środki pieniężne	118,0	115,7	101,4	85,0	92,6
Pozostałe	35,5	27,1	27,1	27,1	27,1
Kapitał własny	730,2	717,7	755,9	790,7	826,6
Udziały mniejszości	2,2	1,6	1,6	1,6	1,6
Zob. długoterminowe	29,3	29,4	29,4	7,1	7,1
Kredyty i pożyczki	22,8	22,7	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	6,5	6,7	29,4	7,1	7,1
Zob. krótkoterminowe	184,8	169,6	153,1	156,6	159,2
Kredyty i pożyczki	22,8	22,7	0,0	0,0	0,0
Zob. handlowe	68,7	57,6	63,8	67,3	69,9
Pozostałe	93,3	89,3	89,3	89,3	89,3
Dług	43,1	45,0	22,3	0,0	0,0
Dług netto	-75,0	-70,7	-79,1	-85,0	-92,6
(Dług netto / Kap. wł.)	-10%	-10%	-10%	-11%	-11%
(Dług netto / EBITDA)	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7

Wskaźniki

	2016	2017	2018P	2019P	2020P
P/E	11,3	10,6	8,9	8,8	8,5
(P-net cash)/E	9,8	9,3	7,7	7,6	7,2
P/S	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
P/(BV-goodwill)	2,6	2,4	2,1	1,8	1,7
FCF/EV	10,3%	5,1%	6,1%	7,3%	8,1%
EV/EBITDA	5,4	4,8	4,2	3,8	3,6
EV/EBIT	8,9	7,8	6,7	6,2	5,9
EV/S	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
CFO/EBITDA	93%	89%	80%	81%	82%
DYield	3,7%	4,3%	4,6%	5,3%	5,5%
Buy-back yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	11,20	11,20	11,20	11,20	11,20
Liczba akcji (mln)	51,9	51,9	51,9	51,9	51,9
MC (mln PLN)	581,2	581,2	581,2	581,2	581,2
EV (mln PLN)	506,3	510,5	502,1	496,2	488,6



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla podmiotu powiązanego z Asseco SEE.
mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla podmiotu powiązanego z Asseco SEE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy, mBank S.A. mógł otrzymywać wynagrodzenie od podmiotu powiązanego z Asseco SEE.
Podmiot powiązany z Asseco SEE świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 9 listopada 2018 o godzinie 8:45.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 9 listopada 2018 o godzinie 8:45.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Asseco SEE wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	przeważają	przeważają	przeważają	przeważają
data wydania	2018-04-26	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,70	12,95	13,25	11,45

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl