

wtorek, 8 lipca 2014 | aktualizacja raportu

Asseco Poland: akumuluj (podwyższona)

ACP PW; ACP.P.WA | IT, Polska

Przesadzony pesymizm, wysoki FCF

Spadek notowań Asseco Poland o 13,2% od początku drugiego kwartału (w tym o 5,5% z powodu odjęcia dywidendy) wynikał naszym zdaniem ze słabych wyników finansowych Grupy za 1Q'14. Głównym powodem był spadek rentowności segmentu administracji publicznej, stagnacja w regionie bałkańskim i zadłużanie się Formula Systems, która środki może wydać na skup akcji spółek kontrolowanych: Sapiens International i Magic Software po ich niedawnych emisjach akcji na NASDAQ. Z drugiej strony, dostrzegamy zmianę podejścia Zarządu do agresywnej ekspansji przez akwizycje i rozpoczęcie dezinvestycji mniejszych spółek w grupie (czego przykładem jest sprzedaż Slovanetu), co pozwala nam zakładać wysoki FCF yield na poziomie ok. 15% i wzrost dywidendy w tempie 8,0% R/R w kolejnych latach. Po ostatnich spadkach Asseco jest notowane na P/E'14 z 32% dyskontem do spółek porównywalnych, co naszym zdaniem jest atrakcyjnym poziomem zwłaszcza patrząc na jeden z większych DYield w sektorze IT. Jedną akcję Asseco Poland wyceniamy na 45,60 PLN (obniżenie ceny docelowej z 47,40 PLN, tj. o 3,8%) i zalecamy akumulowanie akcji.

Fundusze unijne szansą na odbicie w polskim IT dopiero w '16

W latach 2014-2020 Polska zainwestuje 82,5 mld EUR z unijnej polityki spójności, co przełoży się na kontakty IT zwłaszcza w administracji publicznej, na którą dużą ekspozycję posiada Asseco Poland. Środki unijne są teraz dzielone, więc w 2015 r. spodziewamy się fali przetargów dotyczących projektów, których wykonanie będzie możliwe realnie dopiero w 2016 r. Mniejsze projekty mogą pojawić się najwcześniej w 2H'15.

Kontrakt ZUS widoczny w wynikach grupy

Pomimo wygranej w kluczowych częściach przetargu ZUS na (1) rozwój i (2) modyfikację KSI, rentowność przychodu od klienta istotnie spadła, co niekorzystanie wpływa na wskaźniki całej grupy w 2014 r. Zarząd Asseco chce podjąć kroki by zmaksymalizować rentowność, czego rezultat ma być widocznych najwcześniej w 4Q'14.

Reorganizacja i zmiana podejścia do M&A

Asseco zdobyło pierwszy kontrakt na system AUMS w Etiopii, chce dokonać niewielkiej akwizycji w tym kraju oraz otworzyć start-up w Nigerii. Sądzymy, że to dowód zmiany podejścia do agresywnej ekspansji zagranicznej przez M&A. Dodatkowo, grupa Asseco sprzedała 49% Slovanet za 11 mln EUR (EV/EBIT'13 = 14x) oraz poszukuje kupca na Sigilogic. W kolejnych kwartałach spodziewamy się niewielkich dezinvestycji spółek niegenerujących dostatecznych wyników lub nieprzynoszących wystarczających synergii.

Cena bieżąca	40,75 PLN
Cena docelowa	45,60 PLN
Kapitalizacja	3 382 mln PLN
Free float	3 053 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	8,5 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Aviva OFE	13,16%
Adam Góral, CEO	9,74%
PZU OFE	9,16%

Pozostali akcjonariusze	67,94%
-------------------------	--------

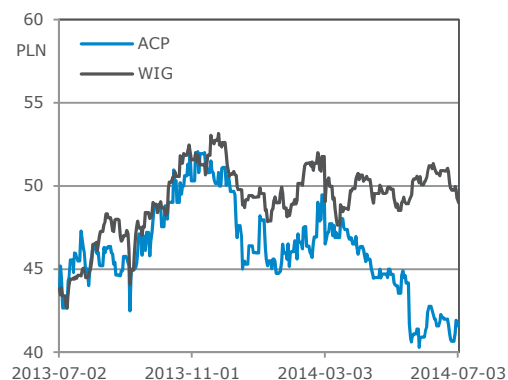
Strategia dotycząca sektora

Wartość polskiego rynku IT wyniosła w 2012 r. 31,5 mld PLN, z czego 18 mld PLN to wartość rynku sprzętu, 8,7 mld PLN usług, a 4,8 mld PLN oprogramowania. Wartość rynku z uwzględnieniem firm niestosujących podziału przychodów na poszczególne segmenty (obejmująca również firmy, które poza informatyką zajmują się produkcją lub dystrybucją elektroniki użytkowej) została wyliczona na 43,3 mld PLN. Polski rynek IT wzrósł w 2012 r. o 8,9%.

Profil spółki

Asseco Poland specjalizuje się w produkcji i rozwoju oprogramowania i jest największym software house z polskim kapitałem. Grupa oferuje kompleksowe, dedykowane rozwiązania IT dla wszystkich sektorów gospodarki. Ponad połowę przychodów ogółem grupy stanowią rozwiązania własne. Asseco działa w większości krajów europejskich oraz w Izraelu, USA, Japonii i Kanadzie. Spółki grupy są notowane na GPW, Tel Aviv Stock Exchange, a także na amerykańskim NASDAQ. Spółka zajęła 6. pozycję w rankingu Truffle100 2013, przedstawiającym największych europejskich producentów oprogramowania.

Kurs akcji ACP na tle WIG



Analitik:

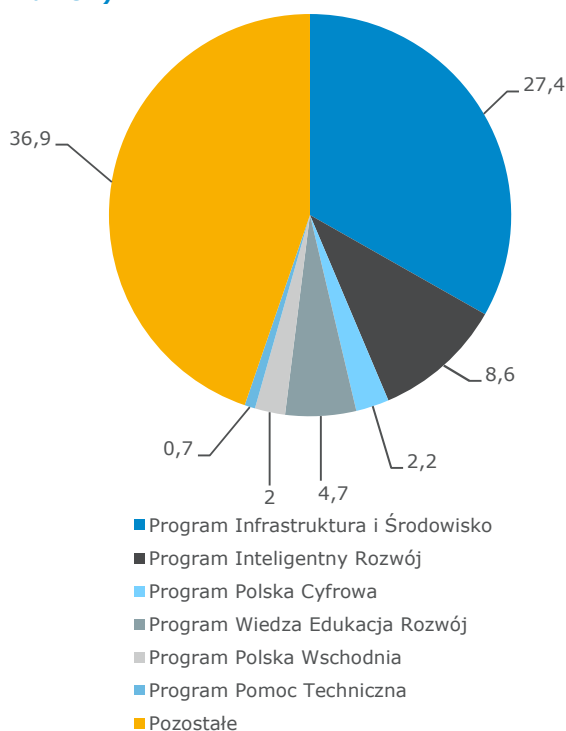
Paweł Szpigiel
+48 22 697 49 64
pawel.szpigiel@mdm.pl

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	5 529,1	5 898,1	6 060,2	6 120,5	6 266,5
EBITDA	888,9	875,0	885,3	873,9	877,1
marża EBITDA	16,1%	14,8%	14,6%	14,3%	14,0%
EBIT	649,9	610,5	624,1	615,9	622,0
Zysk netto	370,1	393,9	348,8	333,0	331,2
DPS	2,05	2,41	2,60	2,81	3,03
P/E	9,1	8,6	9,7	10,2	10,2
EV/EBITDA	5,7	6,3	6,1	6,0	5,9
DYield	5,0%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%

Fundusze unijne szansą na odbicie w polskim IT dopiero w 2016 r.

W latach 2014-2020 Polska zainwestuje 82,5 mld EUR z unijnej polityki spójności. W dniu 23 maja 2014 Komisja Europejska zatwierdziła Umowę Partnerstwa, najważniejszy dokument określający strategię inwestowania Funduszy Europejskich w nowej perspektywie. Obecnie trwają negocjacje krajowych i regionalnych programów operacyjnych. Na kwotę 82,5 mld EUR składają się m.in.: ok. 76,9 mld EUR dostępnych w programach operacyjnych, ok. 700 mln EUR dostępnych w programach Europejskiej Współpracy Terytorialnej, 4,1 mld EUR na projekty infrastrukturalne o znaczeniu europejskim w obszarze transportu, energetyki i technologii informacyjnych w ramach instrumentu „Łącząc Europę”. W ramach programów operacyjnych fundusze polityki spójności inwestowane będą poprzez 6 krajowych programów operacyjnych, w tym jeden ponadregionalny dla województw Polski Wschodniej (lubelskie, podkarpackie, podlaskie, świętokrzyskie, warmińsko-mazurskie). Umowa Partnerstwa jest dla nich punktem odniesienia. Programami krajowymi zarządzać będzie minister właściwy ds. rozwoju regionalnego. Krajowe programy operacyjne obecnie są w trakcie negocjacji z Komisją Europejską.

Podział środków unijnych na programy krajowe (mld EUR)



Źródło: Ministerstwo Infrastruktury i Łączności

Program Polska Cyfrowa ma na celu przyspieszyć rozbudowę sieci zapewniających szerokopasmowy dostęp do Internetu, tworzenie przyjaznej obywatelom e-administracji, zwiększanie kompetencji cyfrowych osób zagrożonych wykluczeniem cyfrowym. Program Inteligentny Rozwój zastąpi realizowany w ramach poprzedniej puli program Innowacyjna Gospodarka (mają być z niego współfinansowane inwestycje w badania naukowe, rozwój technologiczny i innowacje). Sądzymy, że fundusze unijne zasilą projekty IT zwłaszcza w administracji publicznej, w ramach budowy tzw. e-administracji.

Wybrane inicjatywy do dofinansowania z pieniędzy unijnych

Kierunek Strategiczny	Inicjatywa/Działanie	Wartość rynku
Główny Urząd Statystyczny	Projekty realizowane w ramach Systemu Informatycznego Statystyki Publicznej	200 mln PLN
Resort Sprawiedliwości	System obsługi procesów merytorycznych w sądach powszechnych System ePłatności System centralnego archiwum	150 mln PLN
Ministerstwo Finansów	System hurtowni danych i fraud detection Platforma eBudżet Konsolidacja systemów celnych	200 mln PLN
Transport Publiczny	GDDKiA: Krajowy System Zarządzania Ruchem ZTM Warszawa: system biletowy KZK GOP: rozwój systemu SKUP	1 mld PLN
Główny Urząd Geodezji i Kartografii	Zintegrowany System Zarządzania Nieruchomościami Geoportal 3 Teryt 3	120 mln PLN
Obszar Spraw Wewnętrznych oraz Administracji i Cyfryzacji	Rozwój i utrzymanie ePUAP Zintegrowany system powiadamiania ratunkowego Centralne repozytorium informacji publicznej Nowy system ERP	200 mln PLN
Poczta Polska	Nowy system okienkowy Centralna szyna danych Outsourcing usług informat. Paczkomaty, bankomaty, kioski	500 mln PLN

Źródło: założenia Domu Maklerskiego mBanku

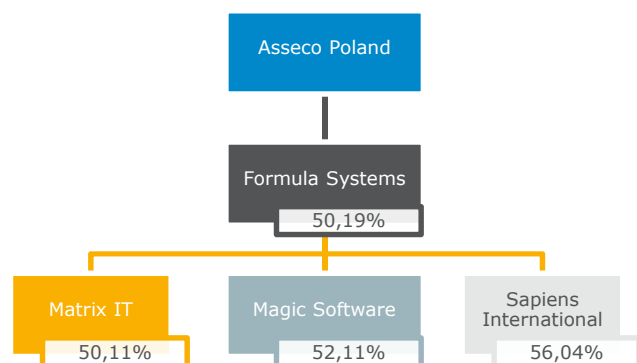
Dwa główne podmioty z ekspozycją na administrację publiczną Asseco Poland i Sygnity są jednak mocno wstrzemięźliwe ze wskazaniem konkretnych implikacji funduszy na wzrost obrotów w 2014 r. Ustaliliśmy, że pierwszych projektów można spodziewać się najwcześniej w 2H'15. Środki unijne są teraz dzielone, więc w 2015 r. spodziewamy się fali przetargów dotyczących projektów, których wykonanie będzie możliwe realnie dopiero w 2016 r. Mniejsze projekty będą się pojawiać już w 2015 r., ale gros zamówień przyjdzie w 2016-2020. W naszym modelu Asseco Poland nie przyjęliśmy istotnego wzrostu przychodów w spółce matce.

Spadek kontroli nad Formula Systems

W ciągu roku efektywna kontrola nad spółkami z grupy Formula Systems spadła o 1,9% w przypadku spółki Matrix IT do poziomu 23,2%, o 5,3% w przypadku Magic International do poziomu 20,9% i o 6,0% w przypadku Sapiens International. Do rozwodnienia poszczególnych udziałów doszło przez: (1) realizację 1 122,8 tys. opcji na akcje spółki Formula Systems przez CEO spółki Guy'a Bernseina w ramach programu opcji pracowniczych (zgodnie z warunkami przyznania opcji akcje są zdeponowane u powiernika i dopóki nie zostaną zwolnione posiadacz akcji nie będzie miał prawa do rozporządzania nimi, jednak prawo do dywidendy z akcji jest w mocy, stąd realizacja opcji ma więc wpływ na wielkość dywidendy wypłacanej do Asseco Poland i na wielkość należnych z tytułu konsolidacji zysków netto dla Asseco Poland), (2) emisję akcji w spółkach Sapiens (w listopadzie 2013 roku Sapiens zakończyła proces emisji 6 497,5 tys. akcji z

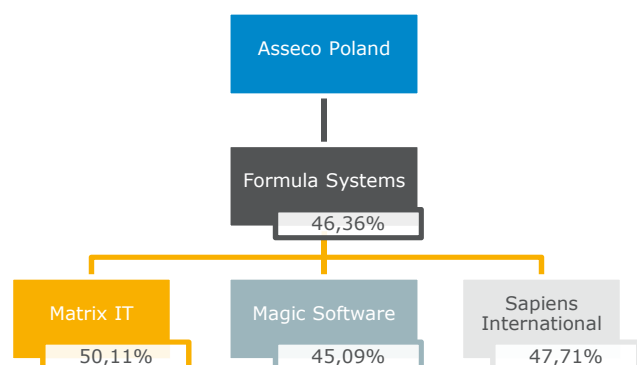
ceną emisyjną = 6,25 USD/akcję, co dało wpływy z emisji po potrąceniu o koszty emisji ok. 37,7 mln USD) i Magic (6 mln akcji za 8,5 USD za sztukę, także bez udziału Formula Systems).

Kontrola Asseco nad spółkami z grupy Formula na koniec 1Q'13



Źródło: Asseco Poland

Kontrola Asseco nad spółkami z grupy Formula na koniec 1Q'14



Źródło: Asseco Poland

Informacje o emisjach w spółkach Sapiens i Magic odbieramy negatywnie. Obie spółki mają dobrą sytuację płynnościową i kredytową (praktycznie nie są zadłużone). Ponadto obie emisje zostały uzasadnione celami ogólnokorporacyjnymi i potencjalnymi przejęciami. Naszym zdaniem prawdopodobne jest, że spółki nie mają na celowniku podmiotów do przejęć ani znacznych nakładów inwestycyjnych do sfinansowania. Jednym z powodów emisji mogła być chęć zwiększenia płynności, chęć rozpoznania niepieniężnych zysków ze sprzedaży inwestycji kapitałowych oraz skorzystanie z atrakcyjnych wycen spółek IT na NASDAQ. Zaznaczamy też, że nawet w przypadku potrzeb gotówkowych spółki powinny w pierwszej kolejności sięgnąć po finansowanie dłużne. Zwracamy także uwagę na zaciągnięcie przez samą Formula Systems długu w wysokości 176,5 mln PLN w 1Q'14. Asseco wyjaśniło, że celem zadłużenia mogą być akwizycje lub skup spółek parterowych. Niezwykle trudno jest nam uzasadnić skup akcji spółek, które właśnie dokonały emisji. Scenariusz skupu oceniamy jednoznacznie negatywnie, jednak naszym zdaniem prawdopodobieństwo jego wystąpienia jest niewielkie.

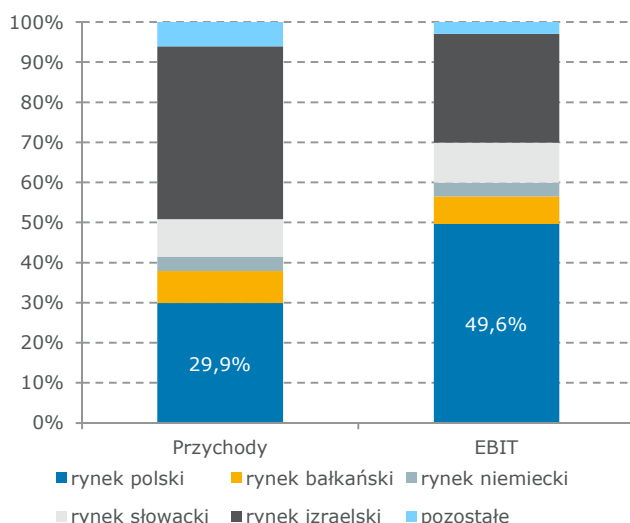
Kluczowy kontrakt od ZUS

Od dłuższego czasu pojawiają się pogłoski na temat faworyzowania przez ZUS Asseco podczas wyboru dostawcy systemów informatycznych. W czerwcu Naczelną Izbę Kontroli poinformowała, że przetarg z 2013 r. nie gwarantował zasad uczciwej konkurencji oraz równego traktowania wykonawców. Kontrakt na budowę i obsługę Kompleksowego Systemu Informatycznego (KSI) należy do największych i najbardziej rentownych kontraktów na polskim rynku IT. Początkowo był obsługiwany przez Prokom Software, a po fuzji kontakt zaczął być obsługiwany przez Asseco Poland. W 2010 r. Asseco podpisało z ZUS-em 3-letnią umowę na wsparcie i utrzymanie KSI wartą 403 mln PLN oraz drugą na modyfikację i rozbudowę oprogramowania KSI za 249 mln PLN. Na początku 2013 roku ZUS ogłosił przetarg na rozwój KSI, na eksploatację i utrzymanie KSI, hurtownię danych, archiwum dokumentów papierowych i elektronicznych, na rozwój EPWD i budowę Centralnego Rejestru Klientów oraz rozwój nowego portalu informacyjnego. Do realizacji dwóch najistotniejszych części przetargu (utrzymanie + rozwój) zostało wybrane Asseco Poland (w przypadku rozwoju jako jedna z trzech firm). Kluczowe dla wyników Spółki będą dwie kwestie: (1) zmiana nastawienia ZUS oraz (2) powolne rozpędzanie się zamówień od ZUS w 2014 r. Zmiana nastawienia jest naszym zdaniem wywołana wspomnianymi pogłoskami o nadużyciach ze strony ZUS. Naszym zdaniem Zakład będzie starał się obniżyć rentowność projektów dla Asseco, by nie zostać posądzonym o faworyzowanie rzeszowskiej spółki. Na stronie Zakładu, prezes ZUS zapowiada zmniejszenie kosztów eksploatacji systemów o 20%. Zwracamy uwagę, że powołano nową funkcję Integratora, który ma obowiązek czuwać nad poprawnością i spójnością wprowadzonych do ZUS rozwiązań i aplikacji dostarczanych przez zewnętrznych dostawców oprogramowania, co uderzyło w rentowność Asseco już w 2014 r. O zmianie nastawienia ZUS świadczy też ilość odwołań jakie Asseco, HP i Kamsoft oraz Capgemini złożyli do SIWZ. Kluczową kwestią ze strony Asseco jest dostosowanie kosztów do nowych realiów biznesowych. Zarząd Asseco chce podjąć kroki by zwiększyć efektywność pracy dla ZUS i zmaksymalizować rentowność, czego wyniki mają być widoczne w marży spółki matki Asseco w 4Q'14.

Perspektywy wyników na 2014 i kolejne okresy

Backlog grupy Asseco w maju 2014 r. wyniósł 4 615 mln PLN i był o 3% wyższy R/R. W ramach portfela zamówień przychody z oprogramowania i usług własnych wyniosły 3 730 mln PLN (+5% R/R), co jest poziomem zbyt małym by zakładać polepszenie się rentowności sprzedaży. Podczas konferencji wynikowej po 1Q'14, Zarząd Asseco podkreślił jednak nastawienie na ochronę rentowności. Jest to dla nas sygnał nowego podejścia do dotychczasowych klientów, co może przełożyć się na stabilizację rentowności sprzedaży na polskim rynku. Spółka matka Asseco Poland wygenerowała w 2013 r. 24,2% przychodów oraz 45,2% zysku operacyjnego grupy, stąd niepokój słabymi wynikami za 4Q'13 i 1Q'14 jest uzasadniony.

Podział przychodów i zysku operacyjnego w Asseco Poland ze względu na rynki geograficzne



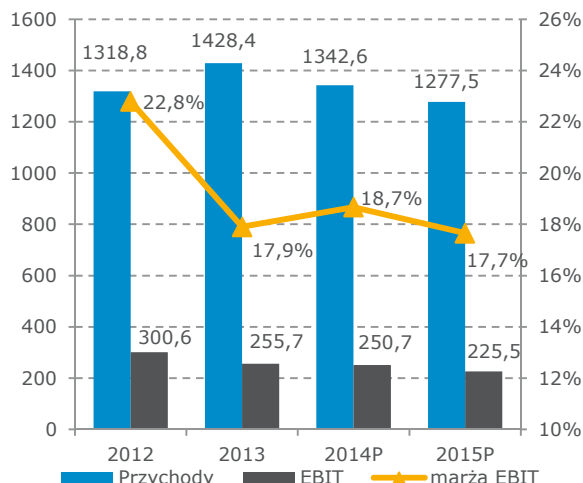
Źródło: Asseco Poland

Spółka matka

W 1Q'14 przychody spółki matki obniżyły się o 2,9% R/R. Spadek wynikał głównie ze zmniejszenia się obrotów w administracji publicznej (-7% R/R) i bankowości (-16% R/R). W przypadku pierwszej grupy klientów Asseco realizowało wdrożenie systemu AMMS oraz rozbudowę systemów informatycznych dla szpitali (m.in. w Bielsku-Białej, Częstochowie, Siedlcach i Opolu). Sądymy, że w trakcie 2014 r. Spółka będzie kontynuować sprzedaż rozwiązań AMMS w szpitalach na terenie całego kraju, co wzmocni solidny track record Spółki w podsektorze (z rozwiązań Asseco korzysta już ponad 400 szpitali w Polsce). W 1Q'14 doszło do rozstrzygnięcia postępowania Urzędu Marszałkowskiego w Białymstoku na rozbudowę 5 szpitalnych systemów informatycznych. Systemy dostarczą ZETO Białystok wraz z Asseco Poland. Zwracamy uwagę, że w 2H'14 wejdzie w życie obowiązek prowadzenia dokumentacji medycznej wyłącznie w postaci elektronicznej, co powinno przełożyć się na popyt od klientów medycznych w 2Q'14. Pomimo sukcesów w sprzedaży dla medycyny, Asseco wciąż jest uzależnione od projektu ZUS, który w 1Q'14 wygenerował blisko czwartą część przychodów sektora publicznego (46,6 mln PLN brutto). Jak opisywaliśmy wcześniej, na zmniejszającą się rentowność kontraktu Asseco odpowie naszym zdaniem cięciami w kosztach dotyczących projektu, jednak powrót do rentowności na kliencie jest naszym zdaniem niemożliwy ze względu na zmianę nastawienia ZUS. W sektorze Bankowości i Finansów obroty spółki matki Asseco spadły o 16% R/R. Banki nastawiły się na oszczędności w zakresie IT, a sprzedaż Def3000 do kolejnego banku jest trudnym zadaniem (nie spodziewamy się, że wydarzy się to w 2014 r.). Poziom konkurencyjności w bankowości jest związany ze stosowanymi rozwiązaniami IT, jednak w środowisku niskich stóp procentowych banki nastawiają się na oszczędności także w rozwiązaniach informatycznych. Ponadto, Asseco odczuje w 2014 r. utratę kontraktu z PZU. Spadki zamówień od instytucji finansowych oraz od administracji publicznej zostaną częściowo zrekomensowane przez dynamiczny wzrost popytu z Sektora Przedsiębiorstw. W 1Q'14 obrót wyniósł 114,2 mln PLN (+22% R/R). Największym powodzeniem cieszyły się kompleksowe rozwiązania dla firm energetycznych i sprzedawców energii (rozwiązania AUMS), których sprzedaż zagraniczna ma wzrosnąć dynamicznie w pozostałej części 2014 r. i w 2015 r.

(pierwszym sukcesem jest sprzedaż systemu AUMS w Etiopii). W 1Q'14 rozwiązanie AUMS zostało także zakupione przez Polkomtela.

Założenia przychodów i zysku operacyjnego w spółce matce Asseco (mln PLN)



Źródło: założenia Domu Maklerskiego mBanku

Podsumowując, spodziewamy się, że kluczowa dla grupy spółka matka Asseco wygeneruje 250,7 mln PLN EBIT w 2014 r. (-2,0% R/R). Po spadku EBIT w 1Q'14 o 38,8% R/R założenia na cały rok można by uznać za optymistyczne, jednak zwracamy uwagę na 4Q'13, kiedy to spółka matka Asseco zaksięgowała 32,8 mln PLN rezerwy na naprawę gwarancyjne, co dotyczyło projektu Śląskiej Karty Usług Publicznych i w konsekwencji obniżyło wynik EBIT. Jeśli bazę za 2013 r. podwyższylibyśmy o powyższą kwotę (czyli EBIT skorygowany wyniósłby 288,5 mln PLN) spadek zysku wyniósłby 13,1% R/R.

Założenia przychodów i zysku EBIT dla segmentów geograficznych Asseco Poland

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P
Przychody	5 529,1	5 898,1	6 060,2	6 120,5
rynek polski	1 589,6	1 763,0	1 676,6	1 617,9
rynek bałkański	462,0	470,3	477,1	481,9
rynek słowacki	560,7	551,0	545,5	559,9
rynek izraelski	2 407,9	2 544,2	2 723,1	2 804,8
pozostałe + eliminacje	508,9	569,6	638,0	656,1
EBIT	649,9	613,7	624,1	615,9
rynek polski	346,7	304,4	314,9	290,4
rynek bałkański	52,6	42,1	40,0	40,8
rynek słowacki	73,5	61,2	49,3	56,8
rynek izraelski	155,8	166,6	175,6	180,9
pozostałe + eliminacje	23,4	40,3	44,3	47,0

Źródło: założenia Domu Maklerskiego mBanku

Asseco Business Solutions

W 1Q'14 Asseco Business Solutions (ABS) wygenerowało 39,1 mln PLN obrotu i 13,7 mln PLN zysku EBIT, co oznacza wzrosty R/R o odpowiednio 16,1% i 27,5%. Spółka na konferencji wynikowej po 1Q'14 uprzedziła, że znaczna dynamika spowodowana była szybszą realizacją zaplanowanych na 2014 r. kontraktów i ochłodziła oczekiwania wynikowe na 2Q (spółka chce jednak utrzymać stabilne R/R wyniki). Niemniej jednak portfel zamówień był na poziomie 97,4 mln PLN (+8% R/R). Zarząd poinformował, że w 1Q'14 o 20% wzrosła liczba nowych klientów marki Asseco Wapro, a kwiecień

potwierdził dobrą tendencję w sprzedaży. Wśród priorytetów spółki na 2014 r. widzi ona mocniejsze wejście na rynki zagraniczne z produktem mobilnym – Mobile Touch. Ekspansja zagraniczna spółki jest szybsza niż wcześniejsze przewidywania – ABS kontynuuje prace nad rozwojem w Rosji i podejmuje wspólne działania z Asseco Solutions w Niemczech.

Asseco Central Europe

W 1Q'14 obroty Asseco Central Europe (ACE) wzrosły do 147,8 mln PLN (+11,9% R/R), jednak zysk EBIT spadł o 32,1% do poziomu 12,9 mln PLN. Marża operacyjna spadła więc o 5,7 p.p. do poziomu 8,7%. Głównym czynnikiem wzrostu sprzedaży R/R było nabycie w styczniu 2014 Asseco Solutions AG, spółki specjalizującej się w rozwiązaniach ERP. Drugim istotnym czynnikiem wpływającym na przychody ACE jest sektor telekomunikacyjny reprezentowany przez spółkę Slovanet. Silna presja na ceny usług telekomunikacyjnych wpłynęła na spadek przychodów w stosunku do poprzedniego roku. Na słabe wyniki wpływ miała trudna sytuacja makroekonomiczna w regionie oraz wynikający z sytuacji politycznej zastój na rynku zamówień publicznych i niskie wykorzystanie środków unijnych. W 2014 r. spodziewamy się 545,5 mln PLN przychodów ze sprzedaży (po korekcie o wyniki sprzedanego Slovanet), przy czym nasze estymacje są oparte na założeniu odrodzenia popytu ze strony administracji publicznej. Pierwsze oznaki poprawy napłynęły w kwietniu, kiedy Asseco CE poinformowało o zdobyciu umowy wartej 11,5 mln EUR od Państwowego Instytutu Edukacji Zawodowej. Umowa dotyczy stworzenia krajowego systemu kwalifikacji. Projekt jest dofinansowany z funduszy unijnych, a termin realizacji wynosi 18 miesięcy.

Asseco South Eastern Europe

W 1Q'14 Asseco South Eastern Europe (ASEE) zaraportowało 99,3 mln PLN przychodów (stabilnie R/R) i 8,0 mln PLN zysku EBIT (spadek z 9,6 mln PLN). Zarząd spółki podał, że słabsze R/R wyniki w pierwszym kwartale były spowodowane głównie gorszym zachowaniem segmentu bankowego m.in. w Serbii i Macedonii. Największą dynamiką wzrostu w 1Q'14 wykazały się natomiast operacje w Chorwacji oraz w Rumunii, gdzie osiągnięto przychody ze sprzedaży wyższe o odpowiednio 49% i 9% wyższe R/R. ASEE spodziewa się, że wyniki 2Q'14 będą lepsze Q/Q. W całym 2014 roku grupa chciałaby poprawić ubiegłoroczne przychody, jednak bardziej dokładne wytyczne Zarząd przekaże po zakończeniu półroczu. Przedstawiciele ASEE podali, że portfel zamówień grupy na 2014 rok wynosi obecnie 72,7 mln EUR, czyli o 16% więcej R/R. W 1Q'14 ASEE podpisała m.in. nowe kontrakty na produkty bankowe w Bułgarii, Macedonii i Turcji. W segmencie płatności ASEE podpisało natomiast m.in. umowę na przechowywanie danych z największym tureckim portalem internetowym i z tą współpracą spółka wiąże duże nadzieje. Spółka liczy w dalszej części roku na poprawę na rynku bułgarskim, który w pierwszym kwartale zanotował 92 tys. EUR straty operacyjnej. Mówiąc o poszczególnych krajach CEO podkreślił, że trwa restrukturyzacja na rynku rumuńskim, a oznaki poprawy widoczne są natomiast w Turcji. ASEE nie widzi obecnie potencjalnych celów akwizycyjnych. Spółka

nie zamierza też w znaczący sposób zwiększać nakładów na inwestycje.

Formula Systems

Spółki z grupy Formula Systems zaraportowały dobre wyniki w 1Q'14. Matrix IT wykazał 11% wzrostu przychodów i poprawę rentowności operacyjnej do poziomu 7,0% (vs. 6,7% w 1Q'13). Istotny wzrost wynika częściowo z sezonowości – w 1Q'13 w Izraelu obchodzone były dłuższe święta. Spodziewamy się umiarkowanych wzrostów w całym 2014 r. Matrix w 1Q'14 wygrał kilka ważnych kontraktów, m.in.: na implementację strony internetowej dla agencji rządowej, projekt CRM dla ważnej firmy handlowej i projekt ERP dla firmy usługowej. Magic Software zaraportował wzrost obrotów o 23% R/R i delikatny wzrost rentowności. CEO spółki Magic poinformował, że grupa spodziewa się w całym roku wzrostu obrotów do poziomu 161-165 mln USD (z 145 mln USD w 2013 r.). Z kolei w 1Q'14 przychody Sapiensa wzrosły o 16,3% do 36,6 mln USD, zysk operacyjny zwiększył się o 8,9% do 3,7 mln USD. Zarząd spółki zapowiedział 135,4 mln USD obrotu w 2014 r. (vs. 114,2 mln USD w 2013 r., co implikuje wzrost o ponad 18%). Dla 2014 r. zakładamy dalszy powolny spadek rentowności sprzedaży brutto.

Reorganizacja i zmiana podejścia do M&A

Asseco Poland w ostatnich latach prowadziło intensywną politykę przejęć. Największe przejęcie Formula Systems za 145,3 mln USD nie przyniosło do tej pory oczekiwanych synergii. Agresywna strategia akwizycyjna skomplikowała strukturę grupy Asseco i spowodowała problemy z zarządzaniem międzynarodową organizacją. Zwracamy uwagę, że Spółka dalej prowadzi ekspansję zagraniczną: w 2014 r. przejęto spółkę w Kazachstanie za 1 mln USD, Asseco chce też zakupić spółkę w Etiopii po zdobyciu pierwszego kontaktu wartego 10 mln USD i otworzyć start-up w Nigerii. Zwracamy uwagę na zmianę agresywnego podejścia do ekspansji zagranicznej. Odnosimy wrażenie, że grupa wyciągnęła wnioski z poprzednich akwizycji. Presja na marże kontraktów w IT na polskim rynku wzrasta, więc Asseco jest zmuszone do poszukiwania możliwości rozwoju za granicą. W czerwcu 2014 Asseco poinformowało o sprzedaży udziałów w Slovanet za 11 mln EUR. Spółka wygenerowała obroty na poziomie 36,2 mln EUR w 2013 r. i zysk EBIT równy 1,5 mln EUR. Slovanet jest jednym z najważniejszych dostawców IT dla telekomunikacji na Słowacji, spółka dostarcza także usługi telefoniczne, internetowe i telewizyjne dla gospodarstw domowych. Cena płacona za 51% akcji jest więc korzystna dla Asseco (wskaźnik EV/EBIT = 14x). Zwracamy uwagę, że pod koniec maja Asseco Poland poinformowało o poszukiwaniu kupca na spółkę Sigilogic, specjalizującą się w technologiach automatyki budynkowej. Po naszej rozmowie z Zarządem Asseco, mamy wrażenie, że grupa ma zamiar reorganizować strukturę, sprzedając spółki niepasujące do grupy lub niegenerujące istotnych zysków. Nie spodziewamy się większych dezinvestycji jednak ostatnie transakcje pokazują zmianę nastawienia Asseco do olbrzymiej struktury holdingowej, którą Spółka musi zarządzać.

Wycena

Wartość spółki Asseco Poland szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Asseco Poland szacujemy w perspektywie 9-ciu miesięcy na poziomie 45,60 PLN.

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Asseco Poland w latach 2014-2023.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 4,25%.
- Wyznaczamy tempo wzrostu FCF po okresie prognozy na poziomie 0,0%.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	20%	44,1
Wycena DCF	80%	42,2
	cena wynikowa	42,5
	cena docelowa za 9 m-cy	45,6

- W wycenie DCF używamy estymacji długu netto na koniec 2013 r. powiększonego o wypłaconą przez Asseco dywidendę, w sumie 150 mln PLN.
- W okresie rezydualnym zakładany CAPEX jest równy amortyzacji.

Model DCF

(mln PLN)	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2023+
Przychody ze sprzedaży	6 060	6 121	6 267	6 407	6 534	6 659	6 783	6 906	7 028	7 149	
zmiana	2,7%	1,0%	2,4%	2,2%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	
EBIT	624	616	622	627	628	629	629	629	629	629	
marża EBIT	10,4%	10,3%	10,1%	9,9%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	9,0%	
Opodatkowanie EBIT	119	117	118	119	119	119	120	120	120	119	
NOPLAT	506	499	504	508	509	509	510	510	510	509	
Amortyzacja	261	258	255	252	249	246	244	241	239	236	
CAPEX	-195	-213	-218	-213	-217	-221	-225	-229	-233	-236	
Kapitał obrotowy	-44	-39	-29	-29	-11	-11	-11	-7	-7	-6	
FCF	527	504	512	518	530	524	518	515	509	503	503
WACC	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
współczynnik dyskonta	95,5%	87,2%	79,6%	72,7%	66,3%	60,6%	55,3%	50,5%	46,1%	42,1%	42,1%
PV FCF	503	440	408	377	352	317	286	260	234	212	2208
WACC	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Koszt długu	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Stopa wolna od ryzyka	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy

0,0%

Wartość rezydualna (TV)

5 250

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

2 208

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

3 389

Wartość firmy (EV)

5 597

Dług netto (koniec 2013 skor. o dywidendę za 2013)

150

Inne aktywa nieoperacyjne

0

Udziałowcy mniejszościowi

1947

Wartość firmy

3 500

Liczba akcji (mln)

83,0

Wartość firmy na akcję (PLN)

42,2

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

7,2%

Cena docelowa

45,2

EV/EBITDA('14) dla ceny docelowej

4,1

P/E('14) dla ceny docelowej

31,3

Udział TV w EV

47%

Analiza wrażliwości

		Wzrost FCFF w nieskończoności				
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
Beta	0,8	46,3	49,3	52,9	57,4	63,4
	0,9	43,2	45,7	48,8	52,7	57,7
	1,0	40,3	42,5	45,2	48,5	52,7
	1,1	37,6	39,6	41,9	44,8	48,3
	1,2	35,2	36,9	38,9	41,4	44,5

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E z wagami odpowiednio 50% i 50%. Następnie przyjęliśmy dyskonto na poziomie 11,5% i

24,7%, co odpowiada średnim poziomom dyskonta z jakimi Asseco Poland było handlowane w ciągu ostatnich 5 lat. Dla lat 2014, 2015 i 2016 przyjmujemy równe wagi.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Sap	11,7	10,8	9,9	17,1	15,5	14,0
Oracle	8,0	7,6	7,3	14,1	12,9	11,9
Cap Gemini	7,3	6,7	6,2	15,5	13,8	12,4
Sage Group	11,3	10,6	10,0	16,9	15,3	14,0
Atos	5,5	5,0	4,7	13,9	12,7	11,5
Software	8,9	8,3	7,6	12,5	11,8	10,6
Indra Sistemas	9,7	8,8	8,1	16,4	13,9	12,2
Tieto	7,6	6,9	6,8	14,4	13,3	13,1
Fiserv	11,3	10,6	-	18,2	16,3	14,6
Computacenter	7,1	6,8	6,5	13,6	12,8	12,1
Comarch	5,6	4,9	4,8	13,0	10,7	9,4
Sygnity	4,7	4,1	3,9	12,5	9,9	9,0
Maksimum	11,7	10,8	10,0	18,2	16,3	14,6
Minimum	4,7	4,1	3,9	12,5	9,9	9,0
Mediana	7,8	7,2	6,8	14,2	13,1	12,1
Asseco Poland	6,1	6,0	5,9	9,7	10,2	10,2
premia / dyskonto	-21,9%	-16,5%	-12,8%	-31,8%	-22,6%	-15,9%

Źródło: Bloomberg, szacunki własne Domu Maklerskiego mBanku

Rachunek wyników

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	5 529	5 898	6 060	6 121	6 267	6 407	6 534
zmiana	11,5%	6,7%	2,7%	1,0%	2,4%	2,2%	2,0%
Koszty sprzedanych produktów	4 053	4 443	4 560	4 604	4 714	4 821	4 919
Zysk brutto na sprzedaży	1 476	1 455	1 500	1 516	1 552	1 586	1 614
Koszty sprzedaży	400	388	400	406	418	429	440
Koszty ogólnego zarządu	434	454	473	491	508	525	542
Zysk netto na sprzedaży	642	614	627	619	626	631	632
Pozostała działalność operacyjna	8,0	-3,0	-3,3	-3,6	-3,9	-4,2	-4,5
EBIT	650	611	624	616	622	627	628
zmiana	0,8%	-6,1%	2,2%	-1,3%	1,0%	0,8%	0,2%
marża EBIT	11,8%	10,4%	10,3%	10,1%	9,9%	9,8%	9,6%
Wynik na działalności finansowej	12,8	141,5	-4,8	-17,3	-17,2	-17,7	-15,9
Pozostałe	3,2	2,1	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8
Zysk brutto	666	754	622	601	607	612	615
Podatek dochodowy	-110	-115	-113	-111	-115	-116	-117
Udziałowcy mniejszościowi	186	245	160	157	161	165	169
Zysk netto	370	394	349	333	331	330	329
zmiana	-6,8%	6,4%	-11,4%	-4,5%	-0,5%	-0,2%	-0,5%
marża	6,7%	6,7%	5,8%	5,4%	5,3%	5,2%	5,0%
Amortyzacja	239,0	264,5	261,2	258,1	255,1	252,1	249,2
EBITDA	889	875	885	874	877	879	877
zmiana	6,0%	-1,6%	1,2%	-1,3%	0,4%	0,2%	-0,2%
marża EBITDA	16,1%	14,8%	14,6%	14,3%	14,0%	13,7%	13,4%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	83	83	83	83	83	83	83
EPS	4,5	4,7	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0
ROAE	5,2%	5,4%	4,6%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%
ROAA	3,9%	4,0%	3,5%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%

Bilans

(mln PLN)	2012	2013*	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
AKTYWA	9 639	9 975	10 193	10 345	10 489	10 606	10 690
Majątek trwały	6 792	6 987	6 922	6 878	6 842	6 803	6 771
Rzeczowe aktywa trwałe	686	707	674	651	633	613	597
Wartości niematerialne	937	980	947	924	906	886	870
Wartość firmy z konsolidacji	4 905	5 046	5 046	5 046	5 046	5 046	5 046
Aktywa finansowe	22	52	52	52	52	52	52
Długoterminowe pożyczki	81	50	50	50	50	50	50
Należności długoterminowe	34	35	35	35	35	35	35
Środki pieniężne zastrzeżone	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	99	86	86	86	86	86	86
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	28	31	32	33	33	34	35
Majątek obrotowy	2 848	2 988	3 270	3 468	3 648	3 803	3 919
Zapasy	77	96	101	104	109	115	120
Rozliczenia międzyokresowe	99	97	99	100	103	105	107
Należności handlowe	1 182	1 226	1 293	1 340	1 389	1 437	1 466
Inne należności	414	482	484	485	486	488	489
Aktywa finansowe	115	120	120	120	120	120	120
Środki pieniężne	960	967	1 173	1 319	1 441	1 539	1 618
(mln PLN)	2012	2013*	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
PASYWA	9 639	9 975	10 193	10 345	10 489	10 606	10 690
Kapitał własny	7 225	7 463	7 648	7 788	7 902	7 989	8 047
Zobowiązania długoterminowe	893	878	880	879	882	883	884
Kredyty i pożyczki	410	365	365	365	365	365	365
Długoterminowe zobowiązania finansowe	144	145	145	145	145	145	145
Zobowiązania z tytułu leasingu	139	129	129	129	129	129	129
Rezerwy	136	167	168	166	167	167	167
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	63	63	64	65	67	68	69
Pozostałe zobowiązania	1	9	9	9	9	9	9
Zobowiązania krótkoterminowe	1 521	1 634	1 664	1 678	1 706	1 734	1 759
Kredyty i pożyczki	195	163	163	163	163	163	163
Zobowiązania handlowe	359	439	463	480	505	529	554
Zobowiązania z tytułu leasingu	20	23	23	23	23	23	23
Inne zobowiązania	444	498	498	498	498	498	498
Rezerwy	33	31	32	32	33	34	35
Rozliczenia międzyokresowe	470	480	485	482	485	487	487
Dług	605	902	902	902	902	902	902
Dług netto	-355	-66	-272	-417	-540	-637	-716
(Dług netto / Kapitał własny)	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
(Dług netto / EBITDA)	-0,4	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8
BVPS	87,0	89,9	92,1	93,8	95,2	96,3	96,9

*przekształcone (na podstawie Raportu kwartalnego Asseco Poland za okres 3 miesięcy zakończony dnia 31 marca 2014 roku)

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2012	2013*	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przepływy operacyjne	654		730	726	736	736	752
Zysk brutto	666		622	601	607	611	614
Odsetki	4		5	18	18	18	16
Amortyzacja	239		261	258	255	252	249
Kapitał obrotowy	-65		-44	-39	-29	-29	-11
Podatek	-167		-113	-111	-115	-116	-117
Pozostałe	-22		0	0	0	0	0
Przepływy inwestycyjne	-390		-200	-231	-236	-231	-233
CAPEX	-403		-195	-213	-218	-213	-217
Inwestycje kapitałowe	0		0	0	0	0	0
Pozostałe	13		-5	-18	-18	-18	-16
Przepływy finansowe	-390		-324	-350	-378	-408	-440
Dług	-31		0	0	0	0	0
Emisja akcji	0		0	0	0	0	0
Dywidendy/buy-back	-290		-324	-350	-378	-408	-440
Inne	-69		0	0	0	0	0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-126		206	145	122	98	79
Środki pieniężne na koniec okresu	960		1 173	1 319	1 441	1 539	1 618
DPS (PLN)	2,0		2,6	2,8	3,0	3,3	3,5
FCF	313,3		531,8	507,5	512,0	518,1	530,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*brak danych

Wskaźniki rynkowe

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
P/E	9,1	8,6	9,7	10,2	10,2	10,2	10,3
P/CE	5,6	5,1	5,5	5,7	5,8	5,8	5,9
P/BV	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/S	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
FCF/EV	6,2%		9,9%	9,6%	9,9%	10,1%	10,5%
EV/EBITDA	5,7	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,8
EV/EBIT	7,8	9,1	8,6	8,6	8,3	8,2	8,1
EV/S	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
DYield	5,0%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	8,0%	8,7%
Cena (PLN)	40,75	40,75	40,75	40,75	40,75	40,75	40,75
Liczba akcji na koniec roku (mln)	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0
MC (mln PLN)	3382,3	3382,3	3382,3	3382,3	3382,3	3382,3	3382,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	2067,1	2218,1	2269,9	2310,2	2344,9	2374,1	2396,4
EV (mln PLN)	5094,4	5534,6	5380,2	5275,0	5187,5	5118,8	5062,3

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**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**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**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 ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. 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.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił 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.

Dom Maklerski mBanku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. 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.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta oraz animatora rynku dla spółki zależnej od emitenta, tj. dla spółki Asseco Business Solutions. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku 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 S.A. 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.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Asseco Poland

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2013-10-15	2014-01-15	2014-04-07
kurs z dnia rekomendacji	49,00	45,60	46,35
WIG w dniu rekomendacji	52520,91	50605,74	52660,68

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 697 47 38
michal.marczak@mdm.pl
strategia, telekomunikacja, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszcz
wicedyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.kliszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 697 47 37
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 697 47 40
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 697 49 64
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybała
tel. +48 22 697 47 01
piotr.zybała@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz
tel. +48 22 697 48 47
matthias.falkiewicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

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

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl