

czwartek, 27 kwietnia 2017 | aktualizacja raportu

Asseco Poland: redukuje (podtrzymana)

ACP PW; ACP.WA | IT, Polska

Słabe perspektywy spółki matki

Brak dużych zamówień od administracji publicznej i zmiana nastawienia rządu do projektów publicznych IT to główne ryzyka dla matki Asseco Poland, które prezentowaliśmy w naszym poprzednim raporcie analitycznym. Dodatkowo, wyniki Spółki w 1H'17 pogrąży istotny spadek zamówień od Zakładu Ubezpieczeń Społecznych (w ramach kontaktu na rozwój KSI z 2014 r.). Estymujemy, że już w 1Q'17 matka wykaże spadek EBIT o 50%. Naszą całoroczną prognozę zysku netto w 2017 r. korygujemy w dół o blisko 5% do poziomu 301 mln PLN (z czego w 1Q'17 Asseco zrealizuje jedynie 18%). Konsensus rynkowy na 2017 r. na poziomie 327 mln PLN jest naszym zdaniem przesadzony (różnica rzędu 8,0% vs. nasza obecna prognoza). Zagrożeniem dla prognoz Asseco Poland jest też deprecjacja kursu USD vs. PLN. Tymczasem w naszym podejściu SOTP, Formula Systems stanowi aż 55% wartości Asseco Poland. Po aktualizacji naszego modelu finansowego, poziom ceny docelowej wyznaczamy na 51,80 PLN i podtrzymujemy nasze negatywne podejście do Spółki. Asseco Poland jest notowane obecnie na P/E'17 = 14,9x, z blisko 14%-owym dyskontem do spółek porównywalnych, jednak poziom dyskonta szybko spadnie do 1,4% w 2019 r. ze względu na istotnie niższą dynamikę wyników w Asseco (CAGR zysku netto = 1,8% vs. 10,3% spółki porównywalne). Sądzymy, że ciekawszymi propozycjami inwestycyjnymi niż Asseco Poland są obecnie Asseco Business Solutions i Asseco South Eastern Europe.

Perspektywa słabych wyników w 1Q'17

Spodziewamy się, że Asseco Poland zaraportuje wzrost przychodów w 1Q'17 rzędu 10,7%, dzięki znacznym wzrostom obrotów na rynku południowo-wschodniej Europy (ASEE) oraz izraelskim (spółki z grupy Formula). Jednak wynik EBIT powinien się pogorszyć R/R o ponad 8% ze względu na spadki na rynku polskim oraz zachodnioeuropejskim (wysoka baza w spółce Exictos z 1Q'16). Rynek polski, wykaże EBIT niższy R/R aż o 30%, pomimo dobrych wyników Asseco Business Solutions (gdzie spodziewamy się wzrostu rzędu +25% R/R), ze względu na słabe wyniki spółki matki. Jednostka dominująca Asseco wykaże EBIT w 1Q'17 rzędu 20,7 mln PLN (-50,0% R/R). Zysk netto dla jednostki dominującej powinien wynieść w 1Q'17 55,3 mln PLN, co oznacza pogorszenie o 15,8% R/R).

Spadki wyników w spółce matce

Adam Góral, prezes Asseco Poland, zapowiadał na konferencji po wynikach 4Q'16, dobrą perspektywę w segmencie finanse i bankowość (Asseco chce sprzedać swój flagowy system def3000 za granicą). Jednak najmocniejszy wpływ na wyniki będzie mieć spadek zamówień od administracji publicznej. Zgodnie z zapowiedziami Ministerstwa Cyfryzacji, nie zakładamy wpływu wielkich projektów IT na wyniki Spółki w 2017 r. Sądzymy, że resort postawi na małe podmioty przez podzielenie projektów na części. Dodatkowo, administracja chce samodzielnie realizować część projektów IT, posiłkując się firmami zewnętrznymi. Dodatkowy negatywny wpływ będzie mieć istotnie mniejsza kontraktacja od ZUS w ramach kontaktu na rozwój KSI (Asseco wygrało w 2014 r. kontakt warty >400 mln PLN). Spodziewamy się, że ZUS będzie w 1H'17 składać mniejsze zamówienia u Asseco, co negatywnie wpłynie na wyniki finansowe spółki matki (efekt widoczny już w 1Q'17).

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	7 256,2	7 932,0	8 418,4	8 801,1	9 072,1
EBITDA	1 007,7	1 060,7	1 124,1	1 184,2	1 210,3
marża EBITDA	13,9%	13,4%	13,4%	13,5%	13,3%
EBIT	744,7	769,4	830,0	882,1	904,4
Zysk netto	365,0	301,3	301,0	308,5	311,9
DPS	2,90	3,01	3,01	3,01	3,01
P/E	12,4	15,1	15,1	14,7	14,6
P/CE	7,2	7,5	7,6	7,4	7,3
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,4	7,6	7,1	6,7	6,5
DYield	5,3%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%

Cena bieżąca	54,70 PLN
Cena docelowa	51,80 PLN
Kapitalizacja	4,40 mld PLN
Free float	4,11 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	13,79 mln PLN

Struktura akcjonariatu

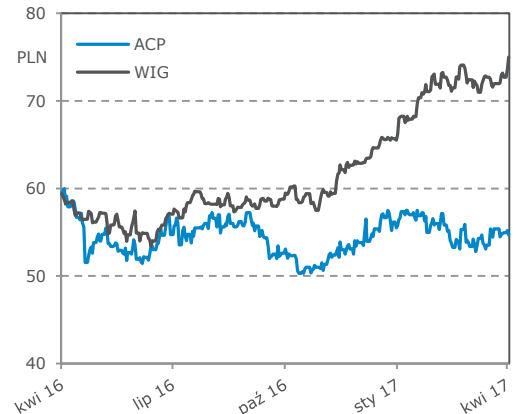
Aviva OFE	12,89%
Adam Góral, CEO	9,74%
NN OFE	8,35%
PZU OFE	5,18%

Pozostali akcjonariusze 63,84%

Profil spółki

Asseco Poland specjalizuje się w produkcji i rozwoju oprogramowania i jest największym software house z polskim kapitałem. Grupa oferuje rozwiązania IT dla wszystkich sektorów gospodarki. Ponad połowę przychodów 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.

Kurs akcji ACP na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Asseco Poland	51,80	53,00	redukuje	redukuje

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Asseco Poland	54,70	51,80	-5,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2017P	2018P	2019P
Przychody	+8,3%	+8,3%	+5,5%
EBITDA	+1,1%	+1,3%	+1,0%
Zysk netto	-4,5%	-4,7%	-6,2%

Analitik:

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl

Wycena

Wartość spółki Asseco Poland szacujemy na podstawie podejścia SOTP (suma części składowych poszczególnych spółek z grupy wycenianych według metod podanych w poniżej tabeli) i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Asseco Poland szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 51,80 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena SOTP	50%	49,9
Wycena porównawcza	50%	47,5
	cena wynikowa	48,7
cena docelowa za 9 m-cy		51,80

Wycena sumą części

(mln PLN)	Wycena	Udział	Metoda
Asseco Poland matka	1 314	100,0%	DCF
Asseco Business Solutions**	609	92,8%	DCF
Asseco South Eastern Europe	1 003	46,5%	DCF
Asseco Central Europe	704	51,1%	DCF
Rynek zachodnioeuropejski	296	100,0%	10x PE
Formula Systems (USDPLN = 3,83)	2 260	46,3%	wycena rynkowa
R-Style Softlab*	-	100,0%	6x PE
Pozostałe	100		10x PE
Razem	4 146		
	na akcję (PLN)		49,9
cena za 9 m-cy (PLN)		53,1	

*strata na linii netto w 2016 i 2017 r, ** nie uwzględniamy przejęcia Marcologic

Wycena DCF spółki matki

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników matki Asseco Poland w latach 2017-2026.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wyznaczamy na poziomie 0,0%.
- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan długu netto na koniec 2016 roku, czyli 174 mln PLN.

Model DCF

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2026+
Przychody ze sprzedaży	927,5	967,6	998,1	1 022,7	1 045,5	1 066,4	1 087,8	1 109,5	1 131,7	1 154,3	
zmiana	-2,3%	4,3%	3,2%	2,5%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
EBIT	153,1	148,3	145,9	147,5	148,6	149,1	149,7	150,2	150,4	150,8	
marża EBIT	16,5%	15,3%	14,6%	14,4%	14,2%	14,0%	13,8%	13,5%	13,3%	13,1%	
Opodatkowanie EBIT	29,1	28,2	27,7	28,0	28,2	28,3	28,4	28,5	28,6	28,6	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	124,0	120,2	118,2	119,5	120,3	120,8	121,3	121,7	121,8	122,1	
Amortyzacja	42,7	37,7	30,3	31,0	31,7	32,3	33,0	33,7	34,3	35,0	
CAPEX	-25,8	-29,4	-30,3	-31,0	-31,7	-32,3	-33,0	-33,7	-34,3	-35,0	
Kapitał obrotowy	8,5	-8,5	-7,1	-6,7	-6,3	-5,9	-6,1	-6,2	-6,4	-6,5	
FCF	149,3	120,1	111,1	112,7	114,0	114,9	115,2	115,5	115,5	115,6	115,5
WACC	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	
współczynnik dyskonta	94,7%	87,4%	80,6%	74,4%	68,6%	63,3%	58,4%	53,8%	49,7%	45,8%	
PV FCF	141,5	104,9	89,6	83,8	78,2	72,7	67,2	62,2	57,3	52,9	
WACC	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko	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%	
Dług netto / EV	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	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	
Wzrost FCF po okresie prognozy				0,0%							
Wartość rezydualna (TV)				1 364							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				677							
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy				810							
Wartość firmy (EV)				1 488							
Dług netto (koniec 2016 r.)				174							
Inne aktywa nieoperacyjne				-							
Udziałowcy mniejszościowi				-							
Wartość firmy (mln PLN)				1 314							

Wycena DCF Asseco Business Solutions*

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Asseco Business Solutions w latach 2017-2026.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wyznaczamy na poziomie 2,0%.
- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan gotówki netto na koniec 2016 roku pomniejszony o wypłaconą dywidendę, czyli w sumie 71 mln PLN.

Model DCF

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2026+
Przychody ze sprzedaży	187,2	203,9	218,8	232,0	243,4	253,2	261,6	268,7	275,5	282,3	
zmiana	10,9%	8,9%	7,3%	6,0%	4,9%	4,0%	3,3%	2,7%	2,5%	2,5%	
EBIT	59,3	65,6	71,0	75,5	79,5	82,9	85,9	88,4	90,7	93,1	
marża EBIT	31,7%	32,2%	32,4%	32,6%	32,7%	32,8%	32,8%	32,9%	32,9%	33,0%	
Opodatkowanie EBIT	11,3	12,5	13,5	14,4	15,1	15,8	16,3	16,8	17,2	17,7	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	48,0	53,1	57,5	61,2	64,4	67,2	69,6	71,6	73,5	75,4	
Amortyzacja	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	
CAPEX	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0	
Kapitał obrotowy	-2,8	-2,5	-2,2	-2,0	-1,7	-1,5	-1,3	-1,1	-1,0	-1,0	
FCF	45,2	50,6	55,2	59,2	62,7	65,7	68,3	70,5	72,5	74,4	73,9
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	94,7%	87,3%	80,4%	74,1%	68,3%	63,0%	58,0%	53,5%	49,3%	45,4%	
PV FCF	42,8	44,2	44,4	43,9	42,8	41,4	39,7	37,7	35,7	33,8	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko	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%	
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	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	
Wzrost FCF po okresie prognozy				2,0%							
Wartość rezydualna (TV)				1158							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				526							
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy				407							
Wartość firmy (EV)				933							
Skorygowany dług netto (koniec 2016 r.)				-71							
Inne aktywa nieoperacyjne				-							
Udziałowcy mniejszościowi				-							
Wartość firmy (mln PLN)				1 003							

*z pominięciem akwizycji Macrologic

Wycena DCF Asseco South Eastern Europe

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Asseco South Eastern Europe w latach 2017-2026.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wyznaczamy na poziomie 0,0%.
- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan gotówki netto na koniec 2016 roku pomniejszony o wypłaconą dywidendę, czyli w sumie 78 mln PLN.

Model DCF

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2026+
Przychody ze sprzedaży	610,6	635,0	657,9	679,2	699,0	717,3	734,3	749,9	764,2	777,4	
zmiana		4,0%	3,6%	3,2%	2,9%	2,6%	2,4%	2,1%	1,9%	1,7%	
EBIT	61,4	64,3	66,4	68,3	70,0	71,6	73,0	73,9	75,0	76,0	
marża EBIT	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%	9,8%	9,8%	
Opodatkowanie EBIT	11,7	12,2	12,6	13,0	13,3	13,6	13,9	14,0	14,3	14,4	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	49,8	52,1	53,8	55,3	56,7	58,0	59,1	59,9	60,8	61,6	
Amortyzacja	38,3	39,3	40,4	41,5	42,6	43,8	44,9	46,2	48,7	49,5	
CAPEX	-38,9	-40,5	-41,9	-43,3	-44,5	-45,7	-46,8	-47,8	-48,7	-49,5	
Kapitał obrotowy	-6,7	-5,3	-5,3	-5,3	-5,4	-5,4	-5,4	-5,3	-5,3	-5,3	
FCF	42,5	45,7	46,9	48,2	49,4	50,7	51,9	52,9	55,4	56,3	56,2
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	94,7%	87,2%	80,4%	74,0%	68,2%	62,8%	57,9%	53,3%	49,1%	45,2%	
PV FCF	40,2	39,9	37,7	35,7	33,7	31,8	30,1	28,2	27,2	25,5	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko	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%	
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	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	
Wzrost FCF po okresie prognozy				0,0%							
Wartość rezydualna (TV)				654							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				296							
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy				330							
Wartość firmy (EV)				626							
Skorygowany dług netto (koniec 2016 r.)				-78							
Inne aktywa nieoperacyjne				0							
Udziałowcy mniejszościowi				-							
Wartość firmy (mln PLN)				704							

Wycena DCF Asseco Central Europe

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Asseco Central Europe w latach 2017-2026.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wyznaczamy na poziomie 0,0%.
- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan gotówki netto na koniec 2016 roku czyli w sumie 36 mln PLN.

Model DCF

(mln EUR)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2026+
Przychody ze sprzedaży	177,2	180,7	184,3	188,0	191,8	195,6	199,5	202,5	205,5	208,6	
zmiana	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	
EBIT	15,1	14,7	14,3	14,5	14,7	14,9	15,2	15,3	15,5	15,6	
marża EBIT	8,5%	8,1%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	
Opodatkowanie EBIT	3,3	3,2	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	
efektywna stopa podatkowa	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
NOPLAT	11,8	11,5	11,1	11,3	11,5	11,6	11,9	12,0	12,1	12,2	
Amortyzacja	4,2	4,4	4,6	4,8	5,0	5,2	5,3	5,4	5,5	5,5	
CAPEX	-4,4	-4,8	-4,9	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5	-5,6	
Kapitał obrotowy	-1,9	-1,8	-1,8	-1,9	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6	
FCF	9,8	9,3	9,0	9,2	9,1	9,3	9,4	9,4	9,6	9,6	9,6
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	93,1%	85,8%	79,1%	72,9%	67,2%	61,9%	57,1%	52,6%	48,5%	44,7%	
PV FCF	9,1	8,0	7,1	6,7	6,1	5,8	5,4	5,0	4,6	4,3	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	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	
Wzrost FCF po okresie prognozy				0,0%							
Wartość rezydualna (TV)				112							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				50							
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy				62							
Wartość firmy (EV)				112							
Dług netto (koniec 2016 r.)				-36							
Inne aktywa nieoperacyjne				0							
Udziałowcy mniejszościowi				-3							
Wartość firmy (mln EUR)				145							
EURPLN				4,2							
Wartość firmy (mln PLN)				609							

Wycena porównawcza

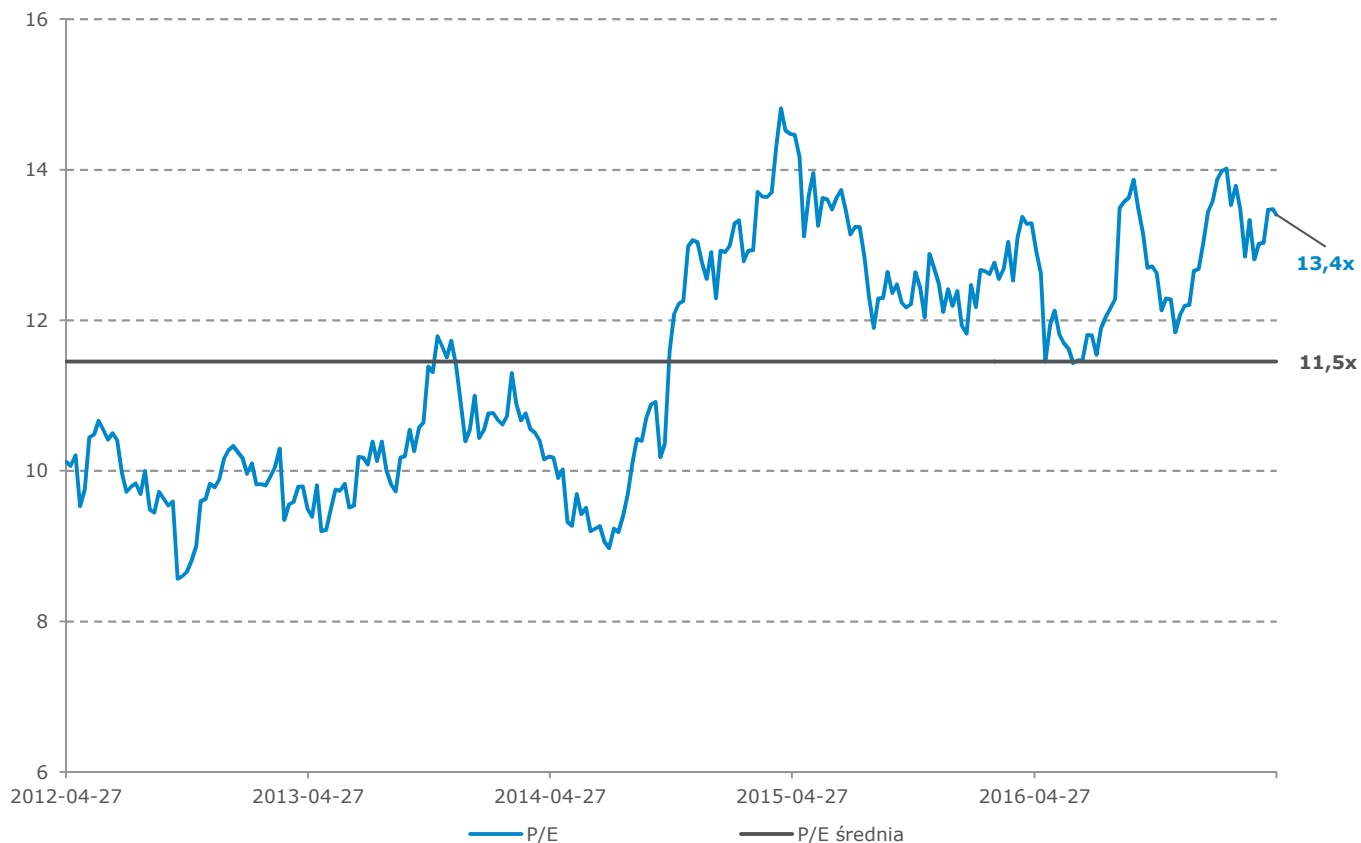
Wycenę porównawczą opieramy na wskaźniku P/E. Następnie przyjęliśmy dyskonto na poziomie 18%, co odpowiada średnim poziomom dyskonta, z jakimi Asseco Poland było handlowane w ciągu ostatnich 5 lat. Dla lat

2017, 2018 i 2019 przyjmujemy równe wagi. Wycenę na bazie wskaźnika EV/EBITDA zamieszczamy tylko w celach prezentacyjnych.

Analiza porównawcza

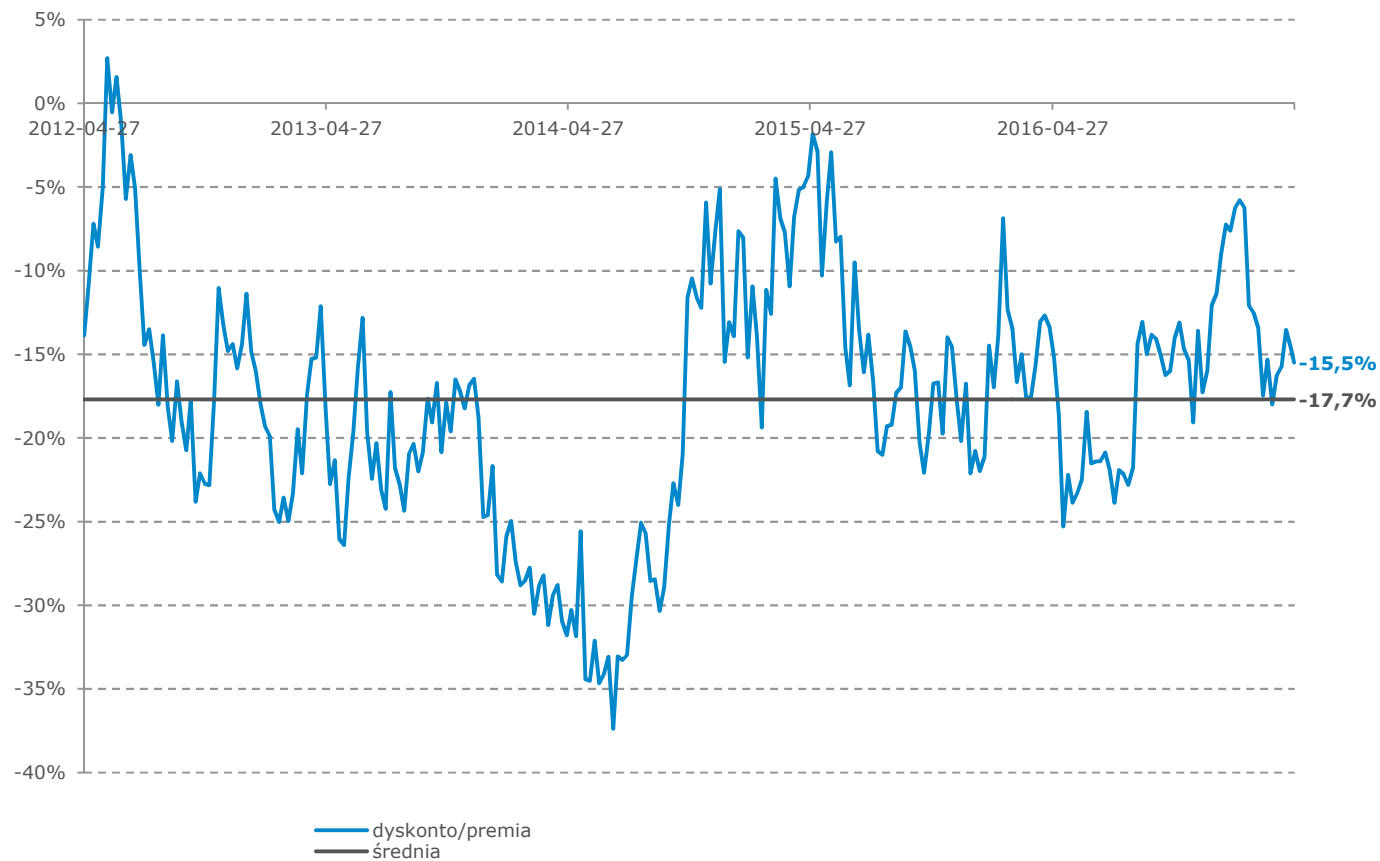
	EV/EBITDA			P/E		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
SAP AG	15,0	13,9	12,8	21,8	19,8	17,8
ORACLE CORP	10,7	10,2	9,7	17,0	15,8	14,4
CAP GEMINI	9,8	9,1	8,5	15,7	14,3	13,0
SAGE GROUP PLC/THE	14,0	12,7	12,2	20,9	18,9	17,4
ATOS	7,7	7,2	6,8	14,5	13,4	12,4
SOFTWARE AG	10,7	10,2	9,7	17,0	16,0	15,0
INDRA SISTEMAS SA	9,2	8,1	7,5	17,2	13,4	11,7
TIETO OYJ	10,1	9,6	9,3	15,5	14,8	14,1
FISERV INC	14,6	13,8	12,7	23,6	21,0	18,7
COMPUTACENTER PLC	7,0	6,8	6,6	14,3	13,9	13,5
COMARCH SA	10,3	9,1	8,4	22,8	18,6	15,9
Maksimum	15,0	13,9	12,8	23,6	21,0	18,7
Minimum	7,0	6,8	6,6	14,3	13,4	11,7
Mediana	10,3	9,6	9,3	17,0	15,8	14,4
Asseco Poland	6,7	6,5	6,3	14,7	14,6	14,2
Premia (dyskonto)	-34,8%	-32,0%	-31,8%	-13,7%	-7,8%	-1,4%
Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	97,7	95,7	94,8	61,8	58,7	54,2
Waga wskaźnika	0,0%	0,0%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Dyskonto	-18%					
Wartość firmy na akcję (PLN)	47,5					

Wskaźnik P/E blended forward 12M dla Asseco Poland



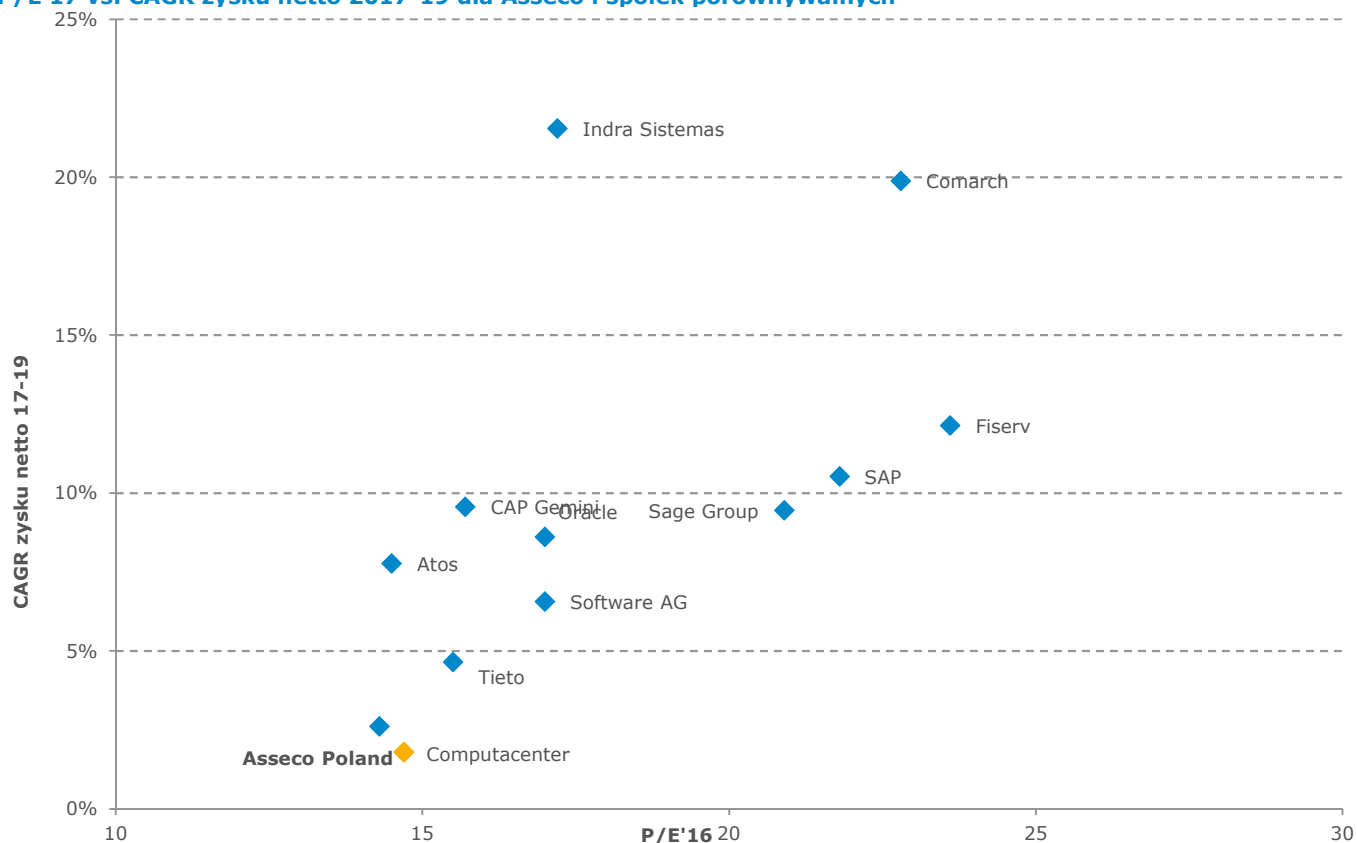
Źródło: Bloomberg

Dyskonto na wskaźnik P/E blended forward 12M: Asseco Poland vs. spółki porównywalne



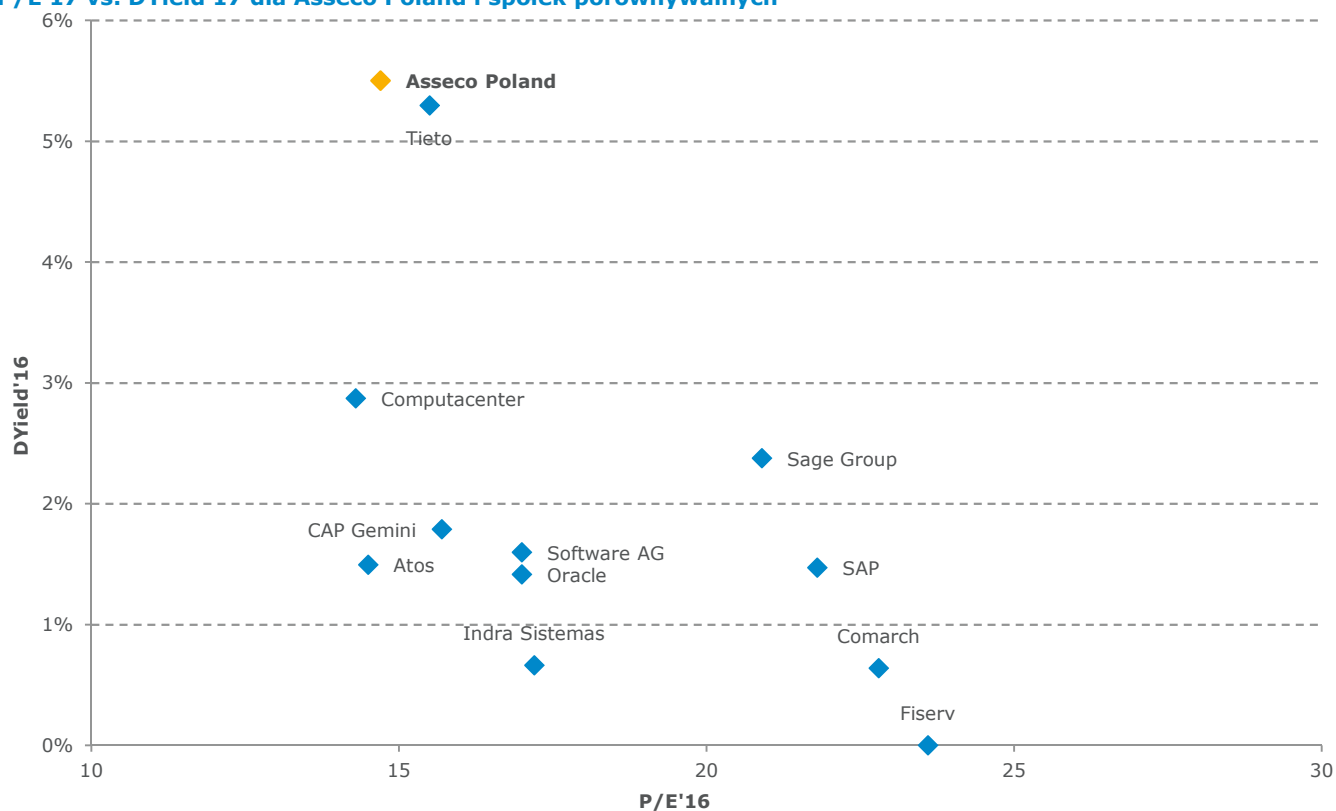
Źródło: Bloomberg

P/E'17 vs. CAGR zysku netto 2017-19 dla Asseco i spółek porównywalnych



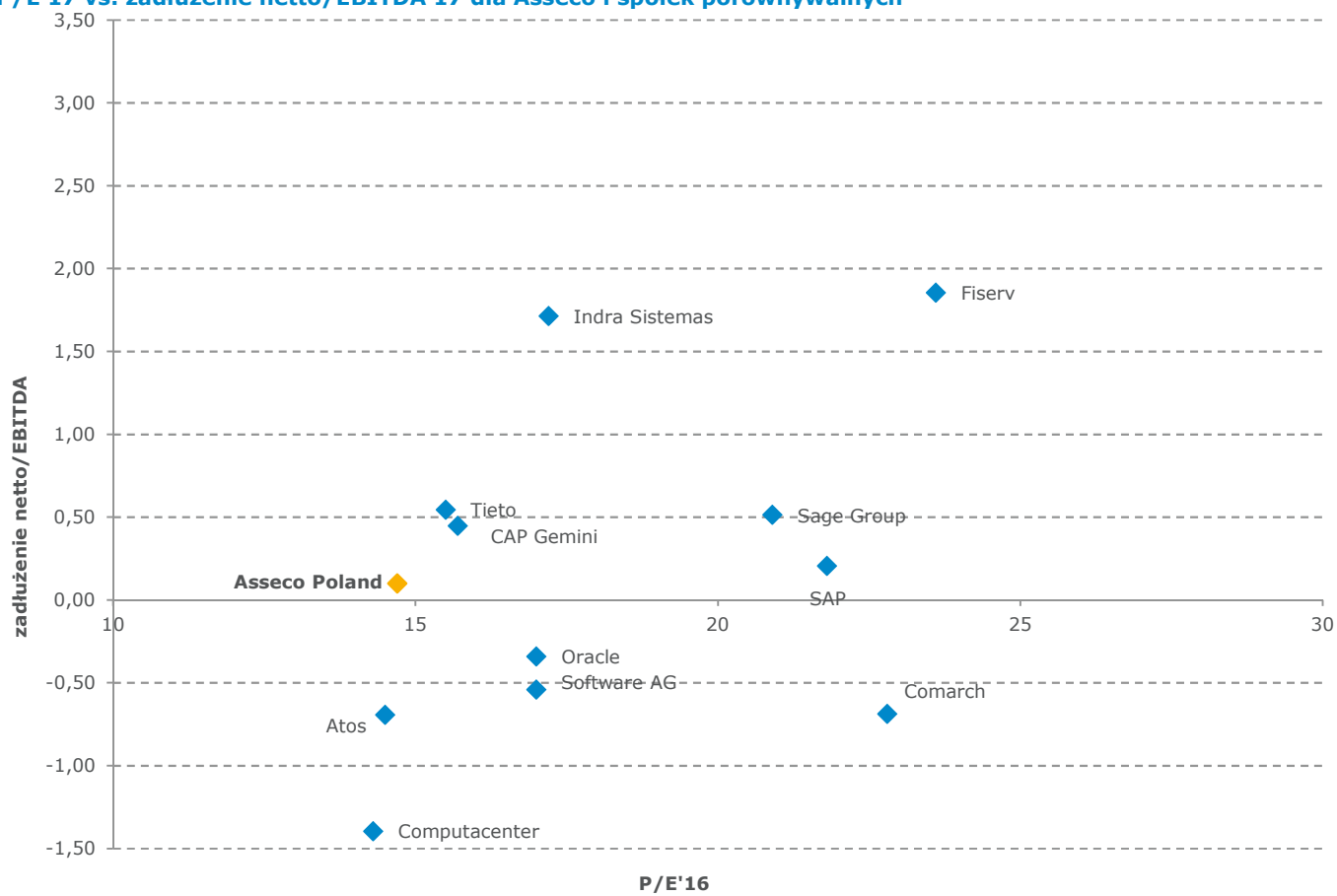
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

P/E'17 vs. DYield'17 dla Asseco Poland i spółek porównywalnych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

P/E'17 vs. zadłużenie netto/EBITDA'17 dla Asseco i spółek porównywalnych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rachunek wyników

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	7 256,2	7 932,0	8 418,4	8 801,1	9 072,1	9 308,0	9 515,6
zmiana		9,3%	6,1%	4,5%	3,1%	2,6%	2,2%
Koszt własny sprzedaży	-55507,1	-6065,5	-6433,8	-6711,9	-6923,5	-7101,9	-7259,3
Koszty sprzedaży	-451,5	-480,8	-523,8	-547,6	-564,5	-579,2	-592,1
Koszty ogólnego zarządu	-543,7	-620,9	-630,8	-659,5	-679,8	-697,4	-713,0
Pozostałe przychody operacyjne	38,3	61,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	-47,5	-56,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	744,7	769,4	830,0	882,1	904,4	929,5	951,3
marża	10,3%	9,7%	9,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Amortyzacja	263,0	300,1	294,0	302,1	305,9	308,4	309,8
EBITDA	1 007,7	1 060,7	1 124,1	1 184,2	1 210,3	1 237,9	1 261,1
marża	13,9%	13,4%	13,4%	13,5%	13,3%	13,3%	13,3%
Działalność finansowa	-4,6	-49,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	740,1	719,9	830,0	882,1	904,4	929,5	951,3
marża	10,2%	9,1%	9,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Podatek	-179,0	-165,8	-157,7	-167,6	-171,8	-176,6	-180,7
Zyski mniejszości	-207,6	-242,3	-371,3	-406,0	-420,6	-433,3	-444,4
Zysk netto	365,0	301,3	301,0	308,5	311,9	319,6	326,1
marża	5,0%	3,8%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0
EPS	4,40	3,63	3,63	3,72	3,76	3,85	3,93
CEPS	7,57	7,25	7,17	7,36	7,44	7,57	7,66
ROAE	3,0%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
ROAA	6,8%	5,5%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%

Bilans

(mIn PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
AKTYWA	12 052,1	12 791,2	13 092,9	13 368,4	13 637,1	13 917,3	14 206,7
Majątek trwały	7 795,0	8 459,4	8 394,0	8 334,4	8 281,8	8 237,0	8 200,5
Rzeczowe aktywa trwałe	776,1	781,5	748,8	719,0	692,7	670,3	652,0
Nieruchomości inwestycyjne	991,6	1 124,8	1 092,1	1 062,3	1 036,0	1 013,6	995,3
Wartość firmy	28,0	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9
Pozostałe wartości niematerialne	5 554,7	5 978,5	5 978,5	5 978,5	5 978,5	5 978,5	5 978,5
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	93,3	93,7	93,7	93,7	93,7	93,7	93,7
Aktywa z tytułu odroczonego podatku doch.	245,5	257,2	257,2	257,2	257,2	257,2	257,2
Pozostałe	105,8	198,8	198,8	198,8	198,8	198,8	198,8
Majątek obrotowy	4 257,1	4 331,8	4 698,8	5 034,0	5 355,3	5 680,3	6 006,2
Zapasy	71,9	76,1	82,2	85,8	88,5	90,8	92,8
Należności handlowe oraz pozostałe należności	2 099,0	2 209,0	2 334,5	2 416,2	2 490,6	2 555,4	2 612,4
Należne przychody z tyt. kontraktów długoterm.	72,3	69,7	69,7	69,7	69,7	69,7	69,7
Pozostałe	414,2	474,4	486,9	494,2	499,7	504,4	508,5
Środki pieniężne	1 599,7	1 502,6	1 725,5	1 968,1	2 206,8	2 460,1	2 722,9
(mIn PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
PASYWA	12 052,1	12 791,2	13 092,9	13 368,4	13 637,1	13 917,3	14 206,7
Kapitał własny	5 361,8	5 505,1	5 556,3	5 615,1	5 677,3	5 747,5	5 824,7
	2 981,1	3 165,5	3 350,0	3 528,4	3 706,0	3 891,5	4 082,0
Zobowiązania długoterminowe	1 324,6	1 624,7	1 624,7	1 624,7	1 624,7	1 624,7	1 624,7
Kredyty i pożyczki	741,1	837,2	837,2	837,2	837,2	837,2	837,2
Rezerwa z tyt. odroczonego podatku doch.	95,1	72,9	72,9	72,9	72,9	72,9	72,9
Zob. finansowe wyceniane wg wartości godziwej	218,7	359,3	359,3	359,3	359,3	359,3	359,3
Pozostałe zobowiązania finansowe	131,0	192,1	192,1	192,1	192,1	192,1	192,1
Inne zobowiązania	138,7	163,2	163,2	163,2	163,2	163,2	163,2
Zobowiązania krótkoterminowe	2 384,6	2 495,9	2 561,9	2 600,1	2 629,2	2 653,7	2 675,3
Zob. handlowe oraz pozostałe zobowiązania	396,5	438,8	438,8	438,8	438,8	438,8	438,8
Zob. z tytułu bieżącego podatku doch.	844,5	817,5	883,5	921,7	950,8	975,3	996,9
Zafakturowane przych. dot. kontraktów długoterm.	165,0	165,6	165,6	165,6	165,6	165,6	165,6
Kredyty i pożyczki	200,1	292,0	292,0	292,0	292,0	292,0	292,0
Zob. finansowe wyceniane wg wartości godziwej	252,1	260,2	260,2	260,2	260,2	260,2	260,2
Pozostałe zobowiązania finansowe	249,1	258,8	258,8	258,8	258,8	258,8	258,8
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia	277,3	263,0	263,0	263,0	263,0	263,0	263,0
Dług	1573,4	1860,3	1860,3	1860,3	1860,3	1860,3	1860,3
Dług netto	-26,3	357,7	134,8	-107,8	-346,5	-599,8	-862,6
(Dług netto / Kapitał własny)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
(Dług netto / EBITDA)	0,0	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7
BVPS	64,6	66,3	66,9	67,7	68,4	69,2	70,2

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	846,0	883,2	888,2	962,2	984,9	1014,1	1038,9
Zysk netto	572,6	543,6	672,3	714,5	732,5	752,9	770,5
Amortyzacja	263,0	300,1	294,0	302,1	305,9	308,4	309,8
Dział. finansowa	2,2	19,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	26,8	-26,0	-78,1	-54,3	-53,6	-47,2	-41,5
Pozostałe	-18,6	45,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-380,9	-483,6	-228,7	-242,4	-253,4	-263,6	-273,3
CAPEX	-191,7	-210,7	-228,7	-242,4	-253,4	-263,6	-273,3
Pozostałe	-189,2	-272,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-259,0	-487,9	-436,7	-477,2	-492,9	-497,2	-502,8
Dług	(14,5)	125,1	-	-	-	-	-
Emisja akcji	-	-	-	-	-	-	-
Dywidendy/buy-back	-376,4	-414,1	-436,7	-477,2	-492,9	-497,2	-502,8
Pozostałe	131,9	-198,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	206,1	-88,3	222,9	242,6	238,7	253,3	262,8
Środki pieniężne na koniec okresu	1599,7	1502,6	1725,5	1968,1	2206,8	2460,1	2722,9
DPS (PLN)	2,90	3,01	3,01	3,01	3,01	3,01	3,01
FCF	654,3	672,5	659,5	719,8	731,5	750,5	765,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,6%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,9%

Wskaźniki rynkowe

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
P/E	12,4	15,1	15,1	14,7	14,6	14,2	13,9
P/CE	7,2	7,5	7,6	7,4	7,3	7,2	7,1
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/S	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
FCF/EV	8,7%	8,3%	8,2%	9,0%	9,3%	9,6%	9,9%
EV/EBITDA	7,4	7,6	7,1	6,7	6,5	6,3	6,2
EV/EBIT	10,1	10,5	9,7	9,0	8,7	8,4	8,2
EV/S	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
DYield	5,3%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Cena (PLN)	54,70	54,70	54,70	54,70	54,70	54,70	54,70
Liczba akcji na koniec roku (mln)	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0
MC (mln PLN)	4 540	4 540	4 540	4 540	4 540	4 540	4 540
EV (mln PLN)	7 495	8 063	8 025	7 961	7 900	7 832	7 760

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 ekwiwalent
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:

KUPUJ – 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 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.

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 opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku oraz animatora emitenta dla spółki Asseco Business Solutions.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 27 kwietnia 2017 o godzinie 8:46.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 kwietnia 2017 o godzinie 8:46.

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.

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.

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 Poland wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-02-24	2016-12-19	2016-09-26	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	55,81	53,09	57,25	57,69
WIG w dniu rekomendacji	59 583,89	51 115,26	47 865,78	46 430,16

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczy
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszczy@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

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

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

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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