



IT

Polska

Piotr Grzybowski
(48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl

Asseco Poland

ACP PW; SOBK. WA

Kupuj

(Niezmieniona)

Kwartał zgodny z oczekiwaniami

Obecna cena: 39,8 PLN; Cena docelowa: 65,00 PLN

Wyniki 2Q2011 w Asseco Poland nie zaskoczyły inwestorów. Spółka jest na etapie szukania źródeł rekompensowania ubytku sprzedaży i zysku wynikającego z zakończenia fazy wdrożeniowej w PKO BP. Dotychczasowe osiągnięcia spółki w tym zakresie należy ocenić umiarkowanie pozytywnie. Ubytek zysku operacyjnego w pierwszym półroczu wyniósł w spółce-matce około 10,0 mln PLN, podczas gdy inwestorzy obawiali się, że może to być kwota 2-3-krotnie wyższa. W tym kontekście za główny powód przeceny akcji uznajemy nie znajdującą poparcia wśród inwestorów politykę akwizycyjną Zarządu. Wierzymy, że przegłosowanie i rozpoczęcie skupu akcji własnych stanowić będzie początek większego ukierunkowania Zarządu na budowę wartości dla akcjonariuszy, a z drugiej strony poprawy sentymentu w stosunku do spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 2Q2011 bez zaskoczeń

Wyniki Asseco Poland w drugim kwartale okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami i konsensusem rynkowym. Skonsolidowane przychody sięgnęły 1143,3 mln PLN i były o 0,6% wyższe od naszych oczekiwań. W stosunku do ubiegłego roku wzrost przychodów wyniósł 50,1%, przy czym w całości był on determinowany wzrostem przez akwizycje. Grupa Formula Systems powiększyła sprzedaż raportowanego okresu o około 452,0 mln PLN. Spadły natomiast przychody generowane na rynku polskim: z 448,9 mln PLN do 371,3 mln PLN. Za spadkiem z jednej strony stoi zakończenie fazy wdrożeniowej na kontrakcie w PKO BP, z drugiej mniejszy wpływ z tytułu kontraktu w ZUS w jednostce dominującej. Łącznie u tych dwóch klientów w ciągu pierwszego półrocza ubyło zgodnie z szacunkami Zarządu około 45,0 mln PLN sprzedaży. Przychody jednostki dominującej (która odpowiada za obydwa kontrakty) wzrosły co prawda w omawianym okresie z 294,7 mln PLN przed rokiem do 307,8 mln PLN. Należy jednak pamiętać, że wchłonięte zostało Asseco Systems, które przed rokiem przyniosło około 77,0 mln PLN sprzedaży.

Przychody Asseco Poland w 2Q2011 vs. prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	2Q2011	2Q2010	zmiana	2Q2011P	różnica	konsensus	różnica	2011P	2010	zmiana
Przychody	1 143,3	761,7	50,1%	1 136,9	0,6%	1 128,5	1,3%	4 641,3	3 237,7	43,4%
EBITDA	206,6	161,0	28,3%	206,1	0,2%	195,0	5,9%	812,5	695,0	16,9%
marża	18,1%	21,1%	-	18,1%	-	-	-	17,5%	21,5%	-
EBIT	160,1	132,5	20,8%	167,1	-4,2%	158,6	0,9%	660,0	569,0	16,0%
Zysk brutto	156,8	106,2	47,6%	166,1	-5,6%	-	-	671,1	499,0	34,5%
Zysk netto	85,5	109,9	-22,2%	87,8	-2,6%	85,3	0,2%	389,3	415,1	-6,2%

Źródło: Asseco Poland, DI BRE, PAP

Zysk operacyjny wyniósł 160,1 mln PLN wobec 132,5 mln PLN w ubiegłym roku. Tutaj również wzrost wyniku jest pochodną konsolidacji Grupy Formula. Izraelska część Asseco odnotowała 39,3 mln PLN zysku operacyjnego. Za odchylenie od naszych prognoz zysku operacyjnego (167,1 mln PLN) odpowiada wyższa amortyzacja w Formuli (13,8 mln PLN w 2Q2011 vs. 6,6 mln PLN w pierwszym kwartale). Tym samym EBITDA Formuli sięgnęła w 2Q2011 aż 53,1 mln PLN. Należy jednak pamiętać, że dobry wynik Formuli w części wynika z licznych akwizycji przez Grupę w tym roku. Z drugiej strony ubytek wyniku nastąpił w jednostce dominującej, gdzie EBIT obniżył się z 86,4 mln PLN do 84,5 mln PLN, mimo wchłonięcia Asseco Systems i Alatusa. Uwagę zwraca też wysoka jak na skalę prowadzonej działalności strata odnotowana na rynku niemieckim, gdzie EBIT wyniósł -4,5 mln PLN. Przyczyną słabszej postawy niemieckiego segmentu były wysokie koszty sprzedaży związane z kontraktem z BMC, które nie pokryły niższych w porównaniu do ubiegłego kwartału przychodów z tytułu tej współpracy. Zdaniem Zarządu Asseco Poland sytuacja powinna znormalizować się w kolejnych kwartałach, poprzez większą kontrolę kosztów.

Saldo na działalności finansowej sięgnęło -4,2 mln PLN przy -1,0 mln PLN naszych oczekiwań. Na odchylenie wpłynęły bardzo wysokie koszty odsetkowe, które sięgnęły w okresie aż 11,7 mln PLN wobec 5,1 mln PLN kosztów odsetkowych w pierwszym kwartale. Efektywna stawka podatkowa była zgodna z naszymi prognozami (19,5% vs. 19,9% naszych oczekiwań). Zyski mniejszości wyniosły 40,8 mln PLN, co przełożyło się na 85,5 mln PLN zysku netto przypadającego akcjonariuszom jednostki dominującej (wobec 87,8 mln PLN naszej prognozy).

W porównaniu do pierwszego kwartału mocno spadł poziom gotówki netto, która zmniejszyła się z 328,6 mln PLN do 91,8 mln PLN. Spadek pozycji gotówkowej w Asseco mimo dobrego wyniku wypracowanego w 2Q2011 jest konsekwencją z jednej strony wypłaty dywidend, które w skali całej Grupy wyniosły w drugim kwartale 201,1 mln PLN. Ponadto spółki zależne (przede wszystkim z Grupy Formula Systems) dokonały akwizycji, których sfinansowanie pochłonęło w kwartale 89,0 mln PLN. Czynnikiem, który negatywnie wpłynął na przepływ z działalności operacyjnej (w kwartale wyniósł tylko 42,4 mln PLN) był z

kolei znaczący wzrost kapitału obrotowego (o 141,7 mln PLN z 57,2 mln PLN do 198,9 mln PLN). Zgodnie z wyjaśnieniem Zarządu wzrost kapitału obrotowego powstał w rozliczeniach z ZUS i w trzecim i czwartym kwartale powinno dojść do zafakturowania i rozliczenia należności.

Buyback ruszy już we wrześniu?

6 września NWZA podejmie decyzję o upoważnieniu Zarządu do przeprowadzenia skupu akcji własnych na łączną kwotę do 600 mln PLN. Buyback ma objąć do 25,6 mln akcji (33% kapitału zakładowego) spółki, które następnie mają zostać umorzone. Według słów Zarządu obecna cena wydaje się bardzo atrakcyjna i skup zostanie rozpoczęty najprawdopodobniej już we wrześniu. Cena skupowanych akcji ma kształtować się w widełkach między 90% a 110% średniej ceny zamknięcia z ostatnich trzech sesji. Choć naszym zdaniem kwota przeprowadzonego skupu na pewno nie osiągnie wyznaczonego maksimum (oczekujemy, że w perspektywie 2 lat zostaną skupione akcje za nie więcej niż 200 mln PLN), to jednak należy uznać ten ruch jako ukłon w stronę inwestorów mniejszościowych zmęczonych dotychczasową polityką akwizycyjną. Skup akcji własnych stanowi ciekawą alternatywą umożliwiającą zainwestowanie wolnych środków pieniężnych spółki w jedną z najtańszych spółek informatycznych na świecie jednocześnie eliminując ryzyko operacyjne transakcji. Wierzymy, że jest to na ten moment zdecydowanie lepszy sposób na wykreowanie wartości dodanej dla akcjonariuszy niż ryzykowne akwizycje dużych podmiotów.

Przychody Asseco Poland w 2Q2011 vs. prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

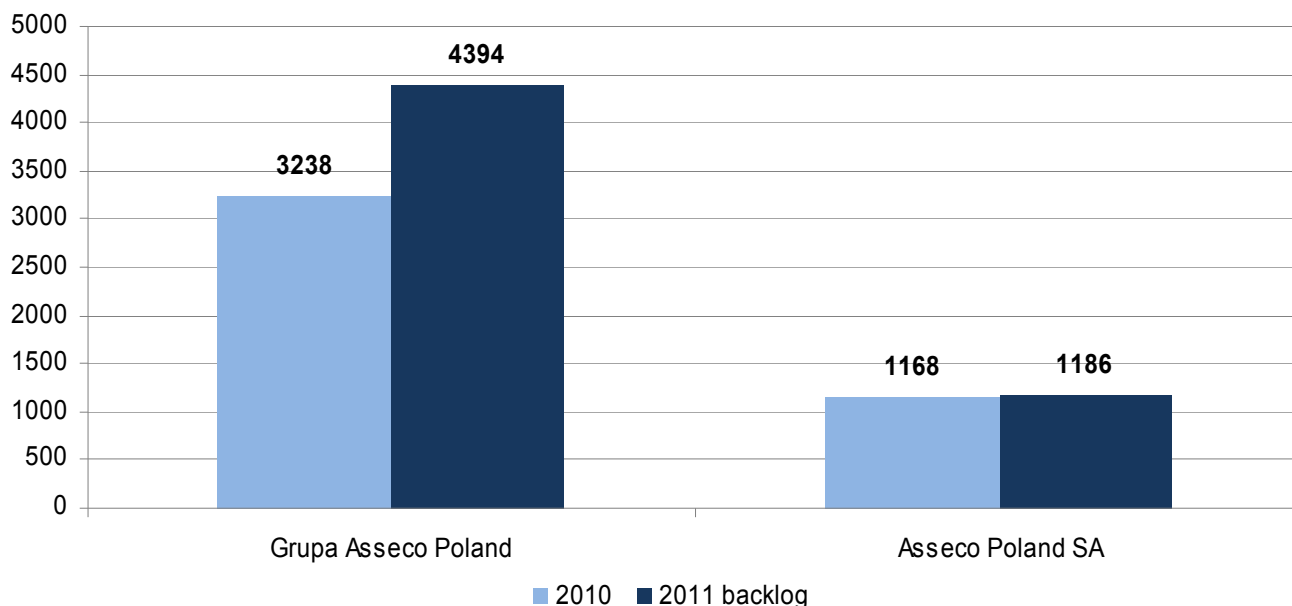
(mln PLN)	2Q2011			2Q2010		
	Przychody	EBIT	marża	Przychody	EBIT	marża
Asseco Poland SA	307,8	84,8	27,6%	361,1	88,6	24,5%
Grupa Asseco Central Europe	108,2	13,9	12,8%	127,3	21,0	16,5%
Grupa Asseco South Eastern Europe	101,4	10,1	10,0%	100,3	11,9	11,9%
Grupa Asseco DACH	46,4	-4,5	-9,7%	38,5	2,1	5,5%
Grupa Asseco South Western Europe	49,9	2,0	4,0%	37,9	1,2	3,2%
Grupa Formula Systems	451,6	39,3	8,7%	0,0	0,0	-
Asseco Northern Europe	23,1	3,7	16,0%	23,9	2,7	11,3%
Asseco Business Solution SA	38,4	6,9	18,0%	37,6	6,8	18,1%
Combidata Polska Sp. z o.o.	13,4	0,3	2,2%	24,8	2,7	10,9%
ZUI Novum	6,8	1,2	17,6%	6,0	1,2	20,0%
ZUI OTAGO	4,0	1,2	30,0%	2,4	0,6	25,0%
ADH Soft	1,9	0,2	10,5%	1,7	0,1	5,9%
Pozostałe	4,9	0,5	10,2%	7,7	1,8	23,4%

Źródło: Asseco Poland, DI BRE, PAP

Bieżący portfel kontraktów wypełniony

Wartość bieżącego portfela kontraktów Grupy Asseco Poland wynosi w chwili obecnej 4394 mln PLN, co stanowi około 135,7% skonsolidowanych przychodów osiągniętych przez Grupę w zeszłym roku i 94,7% naszej skonsolidowanej prognozy na 2011 rok. Jednocześnie około 3303 mln PLN (75,2%) wartości bieżącego backlogu pochodzi z oprogramowania i rozwiązań własnych. Jest to wartość o 59,7% wyższa niż ubiegłoroczna sprzedaż własnych rozwiązań w Grupie.

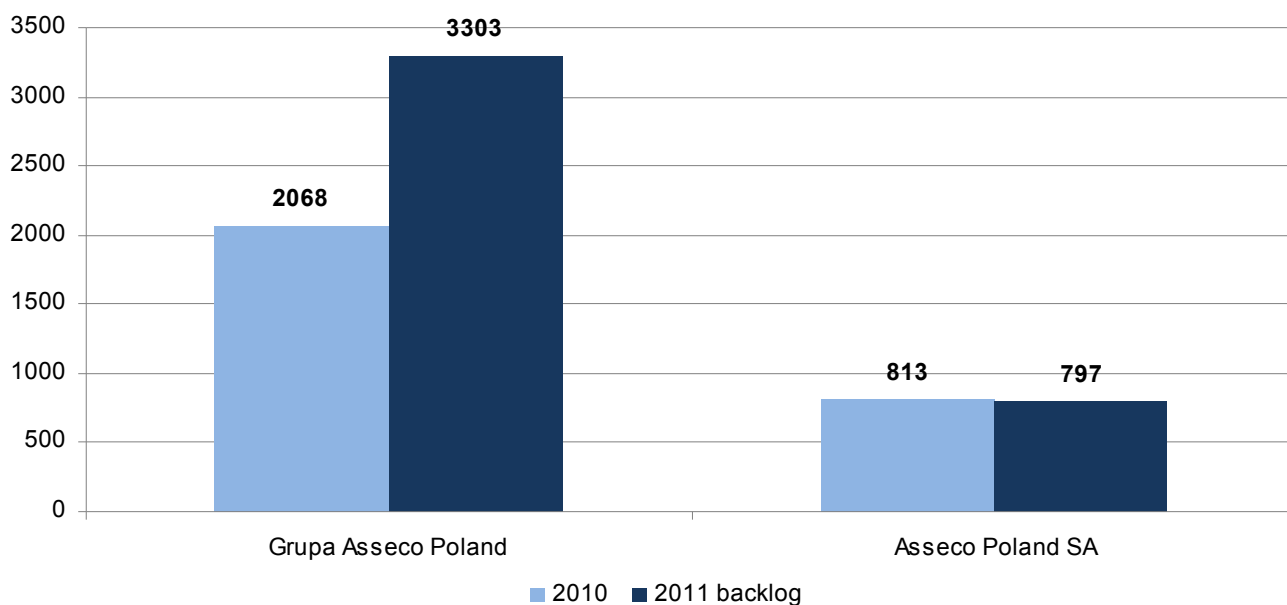
Skonsolidowany i jednostkowy portfel kontraktów Asseco Poland na 19 sierpnia 2011 roku



Źródło: Asseco Poland

Na poziomie jednostki dominującej backlog wynosi 1186 mln PLN, o 2% więcej niż wyniosła sprzedaż spółki-matki w ubiegłym roku. Około 797 mln PLN w portfelu kontraktów jednostki dominującej to oprogramowanie i usługi własne (67,2% wartości backlogu). Wartość portfela zamówień spółki-matki jest z jednej strony pochodną wchłonięcia Asseco Systems zajmującego się integracją sprzętów w Polsce, z drugiej mniejszą wartością kontraktu w PKO BP. Obecną wartość portfela zamówień traktujemy jako dobre zabezpieczenie naszych prognoz finansowych i potencjał do osiągnięcia pozytywnych zaskoczeń na wynikach w dalszej części roku.

Skonsolidowany i jednostkowy portfel kontraktów Asseco Poland na 19 sierpnia 2011 roku



Źródło: Asseco Poland

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

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 Inwestycyjnego BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku 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 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

DI BRE Banku 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.

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

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclín Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, 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.