



IT

Polska

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

Asseco Poland

ACP PW; ACP.P.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

Na celowniku Indra Sistemas?

Obecna cena: 47,9 PLN; Cena docelowa: 65,0 PLN

Zarząd Asseco Poland kilka miesięcy temu informował o potencjalnej akwizycji jakiej chciałby dokonać w przyszłości w Europie. Do opisu spółki przedstawionego przez Prezesa Górala bardzo dobrze pasuje naszym zdaniem hiszpańska Indra Sistemas. Jeżeli nasze przypuszczenia okazałyby się słuszne sam cel przejęcia pod względem kompatybilności z obecną strukturą Grupy Asseco Poland ocenialibyśmy pozytywnie. Szeroka baza klientów, dywersyfikacja źródeł przychodów i kluczowa pozycja w sektorach o niskiej w tym momencie obecności Asseco Poland czynią z Indry Sistemas bardzo ciekawy cel akwizycyjny. Z drugiej strony niepokoi jednak duży stopień koncentracji sprzedaży na zagrożonym spowolnieniem rynku hiszpańskim. Ponadto dostrzegamy ryzyko z wyceną hiszpańskiej spółki na moment przejęcia: w chwili obecnej notowana jest ona z premią do notowań Asseco Poland, a z uwagi na rozproszony akcjonariat przejęcie kontroli wiązałoby się z pewnością z zaplaceniem premii w stosunku do giełdowego kursu. Dlatego też kluczowe wydaje się w tym momencie, by Zarząd Asseco dotrzymał wcześniej składanych deklaracji i ewentualne przejęcie poprzedził dwuletnim okresem współpracy biznesowej z Indrą. Wierzymy, że powyższy czas zarówno pozwoli Asseco na lepsze rozpoznanie nabywanego podmiotu, jak i pozwoli na ujawnienie się w hiszpańskiej spółce ewentualnych czynników ryzyka związanych z jego ekspozycją na zagrożone spowolnieniem gospodarki.

Indra Sistemas zagranicznym celem Asseco Poland?

W ostatnich miesiącach Prezes Adam Góral wspominał o bardzo dużym przejęciu, które miałyby uczynić z Asseco Poland jeden z największych podmiotów informatycznych w Europie. Przejęcie miałyby nastąpić najwcześniej za dwa lata i poprzedzone zostać okresem współpracy biznesowej. Partner ten według słów Prezesa Górala posiada bardzo rozdrobniony akcjonariat, jest dwukrotnie większy od Grupy Asseco, część działalności prowadzi na terytorium Ameryki Południowej, nie jest praktycznie obecny w sektorze finansowo-ubezpieczeniowym, jest obecny w segmencie systemów do zarządzania ruchem na autostradach. Ponadto zdaniem Zarządu geograficznie bardzo dobrze wkomponowuje się w obecną strukturę Grupy będąc obecnym przede wszystkim w państwach o niskiej aktywności Grupy Asseco. Według słów Prezesa spółka ta zrobiła się ostatnio bardziej aktywna na rynku polskim.

Indra Sistemas a opis przedstawiony przez Zarząd Asseco Poland

Spółka dwukrotnie większa niż Grupa Asseco Poland	tak
Rozdrobniony akcjonariat	tak
Część działalności prowadzona w Ameryce Południowej	tak
Przychody z systemów do zarządzania ruchem	tak
Rozpoczęta aktywność na rynku polskim	tak
Dopasowanie geograficzne do Grupy Asseco Poland	tak
Brak obecności w sektorze finansowym	nie

Źródło: DI BRE

Naszym zdaniem powyższym podmiotem może być hiszpańska Indra Sistemas. W minionym roku spółka zrobiła 2,557 mln EUR przychodów i 189 mln EUR zysku netto, a więc w obu przypadkach mniej więcej dwa razy więcej niż Grupa Asseco Poland.

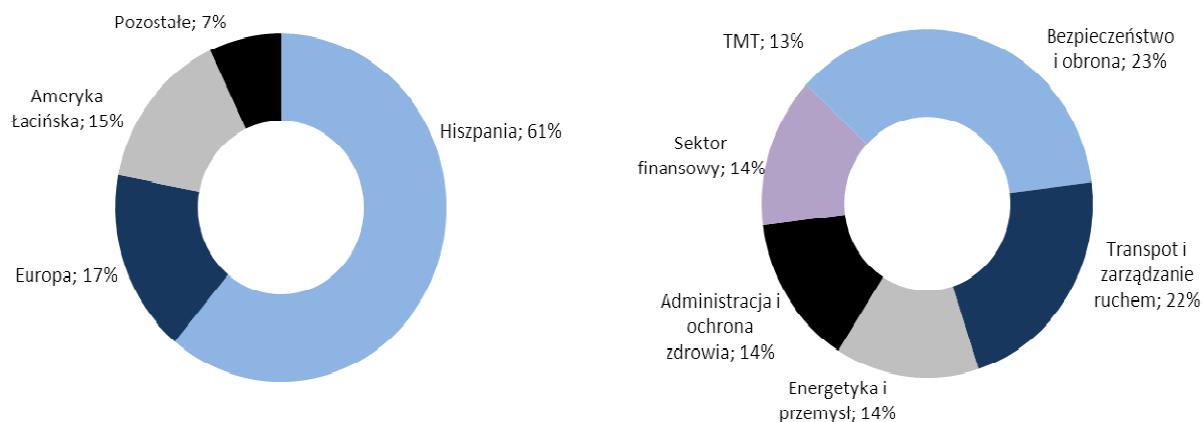
W skład jego akcjonariatu wchodzi kilka banków i wehikułów inwestycyjnych posiadających łącznie 40% udziałów w spółce, z których największy: Caja Madrid (najstarszy bank w Hiszpanii) ma 20% udziałów w akcjonariacie. Akcje w wolnym obrocie stanowią 60% kapitalizacji. Akcjonariat spółki jest więc rozproszony i brakuje w nim inwestora, którego można by uznać za strategicznego.

Około 14% sprzedaży pochodzi z rynków Ameryki Północnej, a po dokonanej w Brazylii akwizycji spółki Politec udział ten wzrośnie do około 22%. Około 22% przychodów jest generowane przez systemy do zarządzania infrastrukturą transportową (autostrady, lotniska, infrastruktura kolejowa). Poza Hiszpanią tylko 17% przychodów generowane jest na rynkach europejskich, co mocno ogranicza nachodzenie się stref wpływów Grupy Asseco i Indry.

Kilka dni temu spółka podpisała też w Polsce kontrakt z wrocławskim MPK na wdrożenie systemu monitoringu w 251 autobusach i tramwajach.

Jedynym warunkiem nie do końca psującym do opisu podanego przez Prezesa Górala jest ekspozycja na segment finansowo-ubezpieczeniowy, z którego pochodzi około 14% obrotów hiszpańskiej spółki. Naszym zdaniem może być to jednak, albo fałszywy trop podany umyślnie przez Zarząd Asseco, bądź też kwestia uznania 14% ekspozycji na sektor za istotny.

Geograficzna i segmentowa struktura przychodów Indry Sistemas (2010)



Źródło: Indra Sistemas

Implikacje połączenia

W przypadku, gdyby nasze przypuszczenia okazały się słuszne, kluczowa według nas staje się kwestia odczekania z połączeniem deklarowanych przez Prezesa dwóch lat. Hiszpańska spółka jest bardzo dobrze zdywersyfikowana, generując 23% przychodów z sektora bezpieczeństwa i obrony, 22% z sektora transportu i zarządzania ruchem, 14% z sektora publicznego i ochrony zdrowia, 14% z sektora energetycznego i przemysłowego, 14% z sektora finansowo-ubezpieczeniowego oraz 13% z sektora telekomunikacyjnego, co z pewnością stanowiłoby wartość dodaną dla Grupy Asseco. Indra posiada też cenny portfel klientów składający się z największych spółek w regionie (m.in. Telefonica, Vodafone, EDF, Renault, Endesa, Santander) jak również organizacji międzynarodowych (m.in. NATO) i armii poszczególnych krajów (m.in. marynarka wojenna Stanów Zjednoczonych i Niemiec), co dałoby Grupie Asseco szanse na pojawienie się ze swoimi produktami w tych spółkach. Mankamentem Indry jest według nas ich duża ekspozycja na rynek hiszpański (61% przychodów w 2010 roku), który jest mocno zagrożony silnym spowolnieniem, co przy udziale kontraktów realizowanych ze środków publicznych może istotnie przekładać się na działalność spółki. Dlatego też jest ważne, by Asseco Poland nie starało się skracać wyznaczonego przez Zarząd dwuletniego terminu ewentualnej realizacji połączenia. Termin ten pozwoli w naszej opinii na ujawnienie się wszelkich czynników ryzyka w działalności hiszpańskiego podmiotu. Problemem jest też obecna wycena hiszpańskiej spółki. Indra notowana jest przy wskaźnikach 9,2xP/E 2011 i 7,1xEV/EBITDA 2011 oraz 9,2xP/E 2012 i 6,9xEV/EBITDA 2012, co jest poziomem wyższym od obecnych notowań Asseco Poland (9,5xP/E 2011 i 5,7xEV/EBITDA 2011). Biorąc pod uwagę rozdrobnienie akcjonariatu hiszpańskiego podmiotu do przejęcia kontroli konieczne będzie zapłacenie premii w stosunku do bieżącej wyceny rynkowej, co znacznie podniesie koszty ewentualnej akwizycji.

Wyniki finansowe Indra Sistemas w latach 2007-2011

(mln EUR)	2007	2008	2009	2010	2011P
Przychody	2 167,6	2 379,6	2 513,2	2 557,0	2 655,0
EBITDA	257,4	309,1	337,7	307,9	317,3
marża	11,9%	13,0%	13,4%	12,0%	12,0%
EBIT	223,5	271,4	287,6	253,0	271,9
Zysk netto	147,8	182,4	195,6	188,5	190,9

Źródło: Indra Sistemas, Bloomberg



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

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: AB, 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, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, 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.

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.