

16 listopada 2009

Komentarz specjalny


**IT**  
Polska

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

# Asseco Poland

SOBK. WA; ACP.PW

**Kupuj**

(Niezmieniona)

Redukcja kosztów poprawia wynik

**Obecna cena 55,70 PLN, Cena docelowa 72,60 PLN**

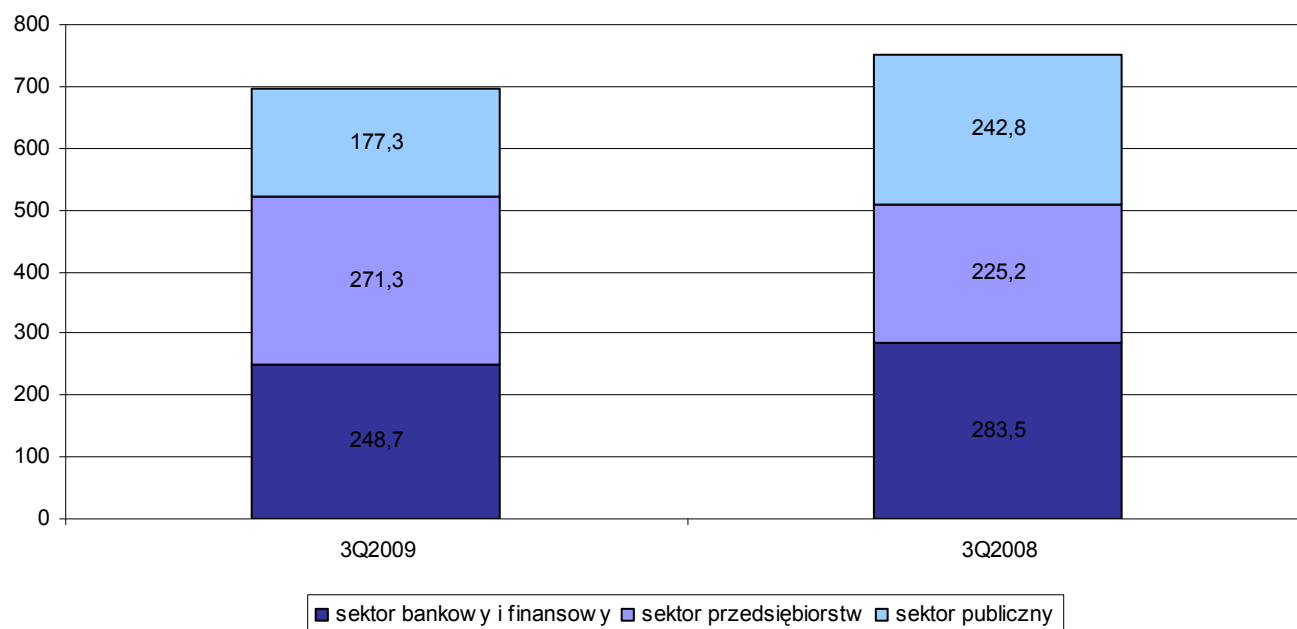
**Wyniki 3Q2009 w Asseco Poland ukształtowały się znacznie powyżej naszych prognoz i konsensusu rynkowego. Za odchylenie częściowo odpowiadają wydarzenia jednorazowe, których wpływ na wynik brutto wyniósł według naszych szacunków +11,7 mln PLN. Pomijając ich wpływ, rezultaty Asseco Poland wciąż jednak pozostają powyżej rynkowych oczekiwań. Według naszych prognoz spółka notowana jest obecnie po wskaźniku P/E na poziomie 12,4 (11,1 po zdjęciu z wyceny akcji własnych spółki), a wobec osiągniętego w trzecim kwartale wyniku będziemy najprawdopodobniej podnosić naszą całoroczną prognozę zysku netto (obecnie na poziomie 349,0 mln PLN), co dodatkowo obniży te wskaźniki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

## Wyniki 3Q 2009

Wyniki Asseco Poland były lepsze od naszych oczekiwań. Przychody spółki wyniosły 697,2 mln PLN, o 0,9% poniżej naszych oczekiwań i 2,5% mniej od konsensusu rynkowego. W podziale na segmenty spółka zanotowała spadek sprzedaży do sektora finansowego (z 283,5 mln PLN przed rokiem do 248,7 mln PLN) oraz sektora publicznego (z 242,9 mln PLN do 177,3 mln PLN). Spadek ten został częściowo zrekomensowany przez sektor przedsiębiorstw, z którego wpływy wzrosły w omawianym okresie z 225,2 mln PLN do 271,3 mln PLN.

Marża brutto była zgodna z naszymi oczekiwaniami (35,3%), co przy niższych przychodach przełożyło się na zysk brutto na sprzedaży na poziomie 246,5 mln PLN, o 1,8 mln PLN poniżej naszych oczekiwań. Pozytywnie zaskoczyły nas koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, które spadły w porównaniu do 3Q2008 ze 123,7 mln PLN do 114,9 mln PLN, podczas gdy nasza prognoza zakładała wartość tych kosztów na poziomie 123,0 mln PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło 7,5 mln PLN, znacząco powyżej naszych prognoz, które zakładały +1,0 mln PLN. Źródłem odchylenia było 6,0 mln

## Przychody Asseco Poland w 3Q2009 w rozbiciu na segmenty działalności



Źródło: Asseco Poland

PLN rozwiązanej rezerwy na podatek u źródła. Wynik operacyjny wyniósł w rezultacie aż 139,1 mln PLN, przy 126,1 mln PLN naszych oczekiwań i 128,0 mln PLN konsensusu rynkowego.

Saldo działalności finansowej wyniosło -3,0 mln PLN. Na jego wartość wpływ miało odniesienie zysku osiągniętego przez spółkę na sprzedaży spółek Koma Nord, Serum Software i Disig, który wyniósł 4,1 mln PLN, a także 7,2 mln PLN odpisu wartości firmy w Syntagmie. Ponadto spółka rozpoznała rozwodnienie akcji, które podwyższyło wynik brutto o 8,8 mln PLN. Efektywna stawka podatku dochodowego była dość wysoka i wyniosła 20,72%, co zostało częściowo zrekomensowane przez niski zysk przypadający akcjonariuszom mniejszościowym (12,9 mln PLN przy 14,0 mln PLN naszej prognozy). W



konsekwencji wynik netto przypadający akcjonariuszom Asseco Poland wyniósł 102,3 mln PLN przy 87,4 mln PLN naszej prognozy i 89,3 mln PLN konsensusu rynkowego.

### Wyniki Asseco Poland w 3Q2009 vs prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

| (mln PLN)   | 3Q2009 | 3Q2008 | zmiana | 3Q2009P | różnica | konsensus | różnica |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|-----------|---------|
| Przychody   | 697,2  | 751,5  | -7,2%  | 703,5   | -0,9%   | 715,0     | -2,5%   |
| EBITDA      | 167,3  | 166,5  | 0,5%   | 155,4   | 7,7%    | 154,0     | 8,6%    |
| marża       | 24,0%  | 22,2%  | -      | 22,1%   |         | 21,5%     |         |
| EBIT        | 139,1  | 139,3  | -0,2%  | 126,4   | 10,0%   | 128,0     | 8,6%    |
| Zysk brutto | 145,3  | 122,2  | 18,8%  | 119,4   | 21,7%   |           |         |
| Zysk netto  | 102,3  | 76,9   | 33,1%  | 87,4    | 17,1%   | 89,3      | 14,6%   |

Źródło: Asseco Poland, szacunki DI BRE Banku SA, PAP

### Przychody Asseco Poland w 3Q2009 vs prognozy DI BRE w podziale na segmenty geograficzne

|                 | 3Q2009 | 3Q2008 | zmiana |
|-----------------|--------|--------|--------|
| Rynek polski    | 411,8  | 530,1  | -22,3% |
| Rynek bałkański | 85,7   | 83,2   | 3,1%   |
| Rynek niemiecki | 30,8   | 25,6   | 20,3%  |
| Rynek słowacki  | 128,6  | 110,2  | 16,7%  |
| Pozostałe       | 66,5   | 14,7   | 351,9% |
| Wyłączenia      | -26,2  | -12,4  |        |

Źródło: Asseco Poland



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

#### Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Handel

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

#### Maklerzy:

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

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

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

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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. 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.