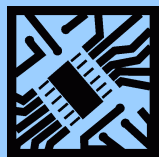


17 August 2012

Update



IT  
Poland

|                               |                  |
|-------------------------------|------------------|
| <b>Current price</b>          | <b>PLN 44.66</b> |
| <b>Target price</b>           | <b>PLN 53.50</b> |
| Market cap                    | PLN 3.46bn       |
| Free float                    | PLN 2.34bn       |
| Avg daily trading volume (3M) | PLN 13.71m       |

#### Shareholder Structure

|            |        |
|------------|--------|
| Adam Góral | 10.42% |
| Aviva OFE  | 12.25% |
| PZU OFE    | 9.67%  |

|        |        |
|--------|--------|
| Others | 67.66% |
|--------|--------|

#### Sector Outlook

The value of the Polish IT market increased 8% in 2011. We expect continued growth by 7% in 2012. Curtailed public expenditures (excluding EU-funded projects) will be offset by increased corporate spending on cost containment solutions.

#### Company Profile

Asseco Poland is Poland's biggest IT integrator and software supplier, and one of Europe's biggest companies of this kind. The Company's core business is the provision of IT services to the financial sector, but in the recent years it has also been expanding the share of industry and public-administration clients in its sales.

#### Important Dates

24.08 - H1 2012 report

#### ACP vs. WIG



#### Piotr Grzybowski

(48 22) 697 47 17

[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)

[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

# Asseco Poland

**Buy**

ACP.PW; ACP.P.WA

(Reiterated)

## Filling the Revenue Gap

In June 2012, Poland's largest insurer PZU rejected a bid submitted by Asseco Poland and Sapiens International for a contract to develop a new underwriting and policy administration system, awarding the contract to the US company Guidewire. The new system will replace the existing "Insurer" system currently administered by Asseco toward the end of 2014, resulting in revenue losses of an estimated PLN 70m annually, and EBIT losses of ca. PLN 30m, as of 2015. Though severe, we believe the losses can be compensated with new maintenance contracts for public administration systems such as the e-health system which, according to our estimates, can generate annual revenues twice what was provided by the Insurer contract. In addition, Asseco can secure higher revenues by acquiring orders from the power industry and local governments. Note that at this stage none of the possibilities outlined above are factored in our current financial forecasts for Asseco. Following revisions to our financial forecasts to include the lost "Insurer" contracts, we are lowering our price target on Asseco's shares from PLN 62.80 to PLN 53.50, and we are reiterating a buy rating for the stock.

#### Q2 2012 estimates

We expect Asseco Poland to post strong Q2 2012 results, with revenue up 16.0% to PLN 1325.7m on the same period last year, EBIT expanded by 8.2% at PLN 173.3m, and net profit growing 7.5% to PLN 92.0m. The main earnings drivers in the period included the parent company and Grupa Formula Systems and their M&A activities (acquisition of Centrum Komputerowe ZETO in Poland, consolidation of Sapiens in Israel).

#### Order backlog

Asseco reported that its order backlog as of May 9th, 2012, was PLN 4187m, equivalent to 84.4% of the annual 2011 revenue and over 80.5% of our 2012 sales forecast. Of the total amount, orders for proprietary software and services amounted to PLN 3288m, representing 92.0% of the proprietary backlog secured at the same time last year. Given that the current ratio of unfilled orders to expected revenue is 80.5%, more than the 76.1% recorded at the same time a year ago, we believe Asseco is poised for a successful year.

| (PLN m)       | 2010    | 2011    | 2012F   | 2013F   | 2014F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue       | 3 237.7 | 4 960.0 | 5 200.0 | 5 449.0 | 5 641.3 |
| EBITDA        | 695.0   | 838.6   | 885.3   | 910.8   | 926.7   |
| EBITDA margin | 21.5%   | 16.9%   | 17.0%   | 16.7%   | 16.4%   |
| EBIT          | 569.0   | 644.6   | 675.8   | 697.4   | 709.2   |
| Net profit    | 415.1   | 397.1   | 367.7   | 391.7   | 406.4   |
| DPS           | 1.5     | 1.8     | 2.2     | 1.9     | 2.0     |
| P/E           | 8.3     | 8.7     | 9.4     | 8.8     | 8.5     |
| P/CE          | 6.4     | 5.9     | 6.0     | 5.7     | 5.6     |
| P/BV          | 0.6     | 0.5     | 0.5     | 0.4     | 0.4     |
| EV/EBITDA     | 6.2     | 6.3     | 6.4     | 6.0     | 5.7     |

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

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06  
Wicedyrektor  
[kamil.kliszczy@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczy@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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

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

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybała@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybała@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**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)

**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:**

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47  
[matthias.falkiewicz@dibre.com.pl](mailto:matthias.falkiewicz@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

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

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

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

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:**

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

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.

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

Raport został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Emitent nie przekazał uwag do treści raportu. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A. DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

DI BRE Banku, 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 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.

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.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Asseco Poland**

|                                 |            |
|---------------------------------|------------|
| <b>Rekomendacja</b>             | Kupuj      |
| <b>data wydania</b>             | 2011-05-27 |
| <b>kurs z dnia rekomendacji</b> | 49,60      |
| <b>WIG w dniu rekomendacji</b>  | 49215,53   |