2 września 2009

Aktualizacja raportu

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Sektor IT

Polska

Cena bieżąca	**61,5 PLN**
Cena docelowa	**72,6 PLN**
Kapitalizacja	4,77 mld PLN
Free float	2,63 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	16,93 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Asseco Poland (akcje własne)	12,00%
Adam Góral	10,42%
CU OFE	9,99%
ING OFE	7,22%
Pioneer Pekao IM	5,04%
Pozostali	55,33%

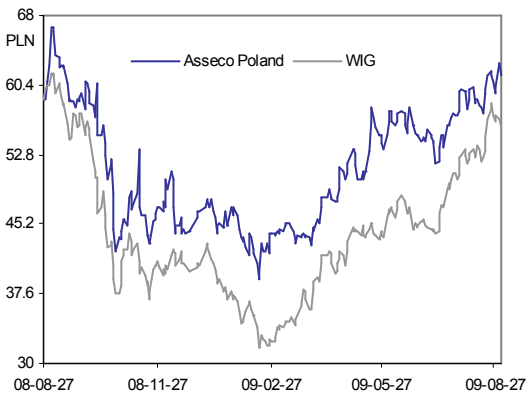
Prezentacja sektora

Rynek informatyczny osiągnął na koniec 2008 roku wartość 27,4 mld PLN. Na bieżący Rok przewidywany jest niewielki 1,2% wzrost wydatków na IT Sektor cały czas czekają wielkie inwestycje ze strony państwa, na które zaprzężone zostaną również fundusze unijne i których wartość na same lata 2007-2013 ma przekroczyć 14 mld PLN.

Profil spółki

Asseco Poland jest największym w Polsce oraz jednym z największych w Europie integratorów i dostawców oprogramowania IT. Największe znaczenie dla spółki ma świadczenie usług informatycznych dla sektora finansowego, jednak spółka w ostatnich latach stopniowo zwiększa też udział sektora przemysłowego i administracji publicznej w swojej sprzedaży.

Kurs akcji ACP na tle WIG



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

Asseco Poland Kupuj

SOBK.WA; ACP.PW (Podtrzymana)

Kryzys niezauważalny?

Wyniki drugiego kwartału pozytywnie zaskoczyły przede wszystkim osiągniętą rentownością brutto na sprzedaży. Fakt, że znacząca poprawa nastąpiła zarówno w spółce dominującej jak i w podmiotach zależnych wskazuje, że nie materializuje się ryzyko ubytku marży związku ze spowolnieniem w branży informatycznej i poszukiwaniem oszczędności ze strony kontrahentów, przede wszystkim z segmentu publicznego. Pozytywnie odbieramy również fakt, ze poprawa rentowności nie jest przypisana jedynie do jednostki dominującej, ale również, a nawet w przeważającym stopniu do podmiotów zależnych. Dobre wyniki kwartalne skłaniają nas do podniesienia tegorocznych prognoz marży brutto i tym samym wyników operacyjnych. Podnosimy również nasze oczekiwania w stosunku do przyszłego roku, który w poprzednim raporcie również traktowaliśmy jako zagrożony kryzysem. Wprowadzone korekty skłaniają nas do podwyższenia ceny docelowej dla akcji Asseco Poland do 72,6 PLN i podtrzymania rekomendacji kupuj.

Wyniki 2Q2009

Spółka zaprezentowała bardzo dobre wyniki finansowe, w których mimo spadku sprzedaży o 6,2% udało się poprawić wynik operacyjny oraz co było trudniejszym zadaniem pokonać wysoką bazę spowodowaną zyskiem na rozwodnieniu i zanotować wzrost zysku netto. Znacząca poprawa marży brutto jest naszym zdaniem pozytywnym prognostykiem na dalszą część roku świadczącym o zdolności spółki do ochrony rentowności w warunkach kryzysu.

Tegoroczny portfel kontraktów niemal pełen

Według stanu na połowę sierpnia portfel zamówień na bieżący rok na poziomie Grupy osiągnął wartość 2518 mln PLN, tj 90% zeszłorocznych przychodów, a w samej jednostce dominującej 887 mln PLN, czyli 95% zeszłorocznego wyniku sprzedaży. Ponadto zamówienia na oprogramowanie i usługi własne zarówno w ujęciu Grupy jak i skonsolidowanego sprawozdania przekracza istotnie wartość tej pozycji w zeszłorocznych wynikach. Tyma samym prognozowany przez nas tegoroczny poziom przychodów w spółce wydaje się bezpieczny (ponad 83% prognozy popartej backlogiem), a wysoki udział rozwiązań własnych stwarza margines bezpieczeństwa dla utrzymania zeszłorocznych marż.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1282,4	2786,6	3023,5	3193,7	3389,2
EBITDA	274,5	591,8	643,5	681,7	707,4
marża EBITDA	*21,4%*	*21,2%*	*21,3%*	*21,3%*	*20,9%*
EBIT	236,7	494,3	538,3	574,9	598,1
Zysk netto	161,0	321,6	349,0	366,8	393,8
DPS	0,4	1,0	1,3	1,4	1,5
P/E	19,5	14,8	13,7	13,0	12,1
P/CE	15,8	11,4	10,5	10,1	9,5
P/BV	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	12,2	8,3	7,9	7,2	6,7

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

Bieżąca sytuacja finansowa

Wyniki 2Q2009 - lepiej od oczekiwań

Asseco Poland w opublikowanych danych za drugi kwartał 2009 roku ponownie pochwaliło się bardzo dobrymi wynikami finansowymi. Na poziomie przychodów spółka co prawda zanotowała spadek sprzedaży o 6,2% do 707,3 mln PLN, przy czym źródłem spadku przychodów w podziale na obszary działalności były sektor bankowy z dynamiką sprzedaży na poziomie -16,7% (do 249,5 mln PLN) oraz sektor publiczny (spadek sprzedaży o 11,6% do 198,5 mln PLN). Wzrosły natomiast przychody z sektora przedsiębiorstw, które wyniosły 259,2 mln PLN, czyli o 13,1 % więcej niż przed rokiem.

To co spółka straciła poprzez ubytek sprzedaży z nadwyżką zostało zrekompensowane wyższą marżą brutto na sprzedaży. Wzrosła ona z 32,0% do 36,7%. Wysoka marża brutto na sprzedaży może świadczyć o tym, że mimo trudnej sytuacji na rynku informatycznym spółka jest w stanie chronić swoje poziomy rentowności, a nawet poprawiać je r/r. Warto przy tym zauważyć, że poprawa rentowności dotyczy zarówno spółki matki (wzrost marży brutto z 46,6% do 49,0%) jak i pozostałych podmiotów z Grupy (z 25,1% do 30,6%), co oznacza, że skok rentowności nie jest przypisany wyłącznie do największych projektów realizowanych przez spółkę-matkę.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły ze 120,9 mln PLN do 124,5 mln PLN. Powyższą wartość można uznać za spory sukces spółki, gdyż wobec rozrostu Grupy Kapitałowej można się było spodziewać, że koszty te wzrosną dynamiczniej. Zdaniem Asseco dalszych oszczędności można się spodziewać w przyszłości na głębszej integracji ABG. Powyższe tendencje pozwoliły spółce osiągnąć wynik operacyjny na poziomie 137,9 mln PLN wobec 120,6 mln PLN przed rokiem i 127,7 mln PLN naszych oczekiwań. Na poziomie salda z działalności finansowej spółka zgodnie z oczekiwaniami nie była w stanie powtórzyć wyczynu z poprzedniego roku, gdzie dzięki wysokim dodatnim różnicom kursowym udało jej się wypracować dodatnie saldo na poziomie ok. +26 mln PLN. Tym razem saldo było ujemne na co poza różnicami kursowymi złożył się efekt rozwodnienia akcji w jednostce zależnej na poziomie 12,0 mln PLN. Negatywny efekt rozwodnienia został zrekompensowany na poziomie podatku dochodowego, gdzie spółka ze względu na odroczony podatek z tytułu rozwodnienia akcji zmniejszyła obciążenie fiskalne o około 12,0 mln PLN powodując spadek efektywnej stawki podatkowej do 8,8%. Pozwoliło to spółce osiągnąć wynik netto dla akcjonariuszy na poziomie 101,4 mln PLN, przy 93,4 mln PLN naszej prognozy.

Wyniki finansowe Asseco Poland w drugim kwartale 2009 roku

(mln PLN)	2Q2009	2Q2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	707,3	753,7	-6,2%	3023,5	2786,6	8,5%
EBITDA	166,5	154,2	8,0%	643,5	591,8	8,7%
marża	23,5%	20,5%	-	21,3%	21,2%	-
EBIT	137,9	120,6	14,3%	538,3	494,3	8,9%
Zysk brutto	125,9	147,4	-14,6%	532,8	493,2	8,0%
Zysk netto	101,4	100,8	0,6%	349,0	321,6	8,5%

Źródło: Asseco Poland

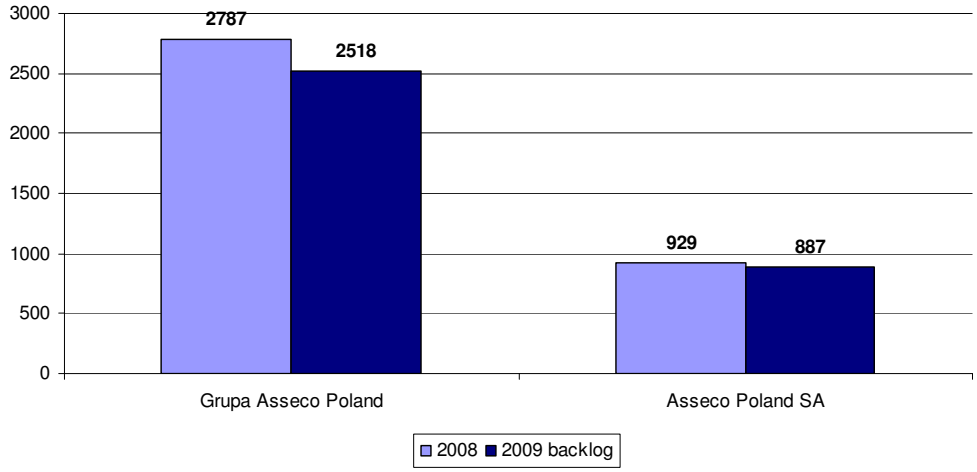
Perspektywy na drugą połowę roku

Portfel kontraktów niemal pełen

Według danych zaprezentowanych przez spółkę po publikacji wyników tegoroczny portfel kontraktów na dzień 14 sierpnia osiągnął w skali Grupy wartość 2518 mln PLN, co stanowi 90% zeszłorocznych przychodów i ponad 83% naszej prognozy sprzedaży. W zaraportowanym backlogu kwotę 1745 mln PLN stanowią zamówienia na oprogramowanie i usługi własne spółki, co stanowi 115% wartości sprzedaży zrealizowanej z tego źródła w roku ubiegłym. W skali spółki dominującej portfel zamówień miał w połowie sierpnia wartość 887 mln PLN, czyli 95% ubiegłorocznego wyniku sprzedaży, w tym 607 mln PLN (117% zeszłorocznego wykonania) stanowią zamówienia w ramach oprogramowania i usług własnych Asseco Poland.

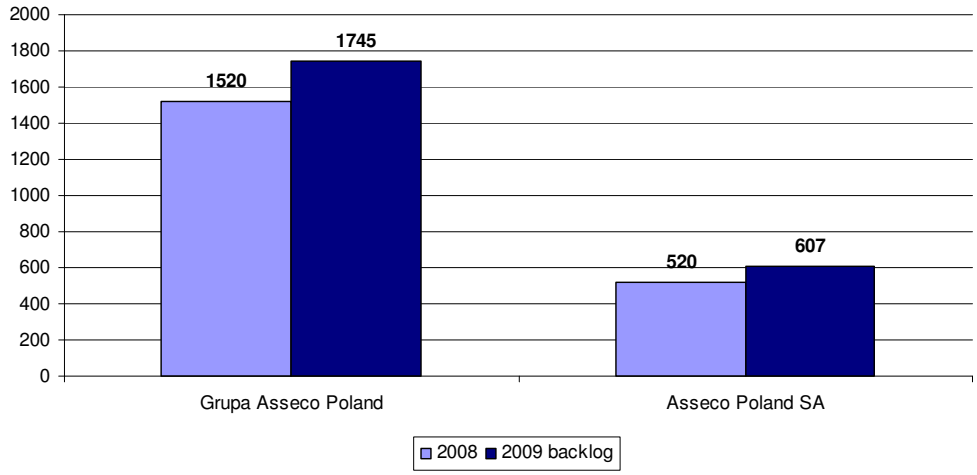
Powyższe dane naszym zdaniem praktycznie zapewniają realizację naszej prognozy przychodów. W odniesieniu do marży brutto na sprzedaży drugi kwartał pokazuje, że nie materializują się nasze obawy dotyczące ewentualnej renegocjacji umów dotyczących utrzymania i konserwacji systemów, co wpłynęłoby na obniżenie rentowności. Istotnym faktem jest według nas zwłaszcza poprawa rentowności poza spółką dominującą, co daje nadzieję na większa powtarzalność uzyskanego wyniku w przyszłości. Osiągnięte w pierwszym półroczu rezultaty skłaniają nas do korekty naszych założeń dotyczących realizowanej w tym roku marży brutto na sprzedaży i zrealizowanej w tym roku EBITDA z 597,2 mln PLN do 643,5 mln PLN.

Skonsolidowany i jednostkowy portfel kontraktów na 14 sierpnia 2009 roku



Źródło: Asseco Poland

Oprogramowanie i usługi własne w portfelu Asseco na 14 sierpnia 2009 roku



Źródło: Asseco Poland

Co z akcjami własnymi?

Asseco Poland wciąż posiada około 9,3 mln akcji własnych, które stanowią 12% wyemitowanego kapitału zakładowego. Akcje te według zamierzeń zarządu mają zostać wykorzystane w planach akwizycyjnych, jednak zdaniem prezesa Adama Górala wymiana akcji przejmowanych spółek na akcje Asseco może być trudna do realizacji w praktyce że względu na dyskonto jakiego oczekują w takim przypadku akcjonariusze potencjalnych celów przejęcia. Wobec dodatniej pozycji gotówkowej i stabilnych przepływów pieniężnych spółka mogłaby wykorzystać w przejęciach kredyt. Akcje własne mają rynkową wartość około 580 mln PLN, a zatem kredyt w tej wysokości nie stanowiłby nawet rocznego wyniku EBITDA, co nie naruszałoby naszym zdaniem bezpieczeństwa finansowego spółki. Ze względu na konserwatywne podejście do źródeł finansowania nie sądzimy jednak by spółka zdecydowała się na taki krok i w związku z tym bardzo prawdopodobne jest według nas, że spółka zdecyduje się sprzedać posiadane akcje inwestorom poprzez zbudowanie księgi popytu.
W naszej wycenie stosujemy 15% dyskonto do ceny rynkowej pakietu i nie sądzimy by poziom dyskonta mógł być przekroczony w ewentualnej transakcji. Nie mniej intencja sprzedaży pakietu stwarza naszym zdaniem ryzyko dodatkowej podaży akcji, choć naszym zdaniem forma księgi popytu stanowi mniejsze ryzyko dla kursu spółki niż realizacja sprzedaży bezpośrednio przez rynek.

Wycena

Podsumowanie wyceny Asseco Poland

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	5104,4	50%	
Wycena porównawcza	5296,7	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	5265,8	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	5327,6	50%	
Średnia	**5200,5**		**5633,5**
na 1 akcję Asseco Poland			72,6

Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Asseco Poland w okresie od 2009 do 2018 roku.
2. W okresie prognozy oraz po okresie objętym prognozą zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,1% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
3. Po okresie prognozy przyjmujemy wzrost FCF na poziomie 3,0%.
4. W wycenie akcji własnych stosujemy 15% dyskonto do wartości rynkowej akcji i traktujemy jako dodatkowe zasoby gotówkowe spółki.
5. Zdyskontowana wartość akcji własnych pomniejsza kapitalizację spółki w wycenie porównawczej

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA oraz P/E dla zagranicznych spółek informatycznych na lata 2008, 2009 i 2010. Dla kolejnych lat przyjmujemy odpowiednio wagi 25%, 45% i 30%.

Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla spółek informatycznych

		EV/EBITDA			P/E		
	Cena	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P
Microsoft Corp		8,3	8,7	8,1	14,6	14,8	13,1
Cap Gemini		6,2	5,8	5,1	15,9	13,8	11,9
SAP AG		12,3	10,9	9,9	19,5	16,8	15,0
Oracle Corp		9,7	9,5	8,5	15,6	14,5	13,2
Accenture Ltd		6,5	6,4	5,9	12,8	12,4	11,1
Indra Sistemas		9,4	9,0	8,3	14,0	13,3	12,2
Tietoenator		8,0	6,8	5,9	14,1	11,8	9,6
Atos Origin SA		6,1	5,6	4,9	16,6	12,9	10,8
LOGICA Plc		7,6	7,3	7,0	11,1	10,4	9,7
IBM		7,7	7,3	6,8	12,1	11,1	10,6
Maksimum		12,3	10,9	9,9	19,5	16,8	15,0
Minimum		6,1	5,6	4,9	11,1	10,4	9,6
Mediana		**7,9**	**7,3**	**6,9**	**14,4**	**13,1**	**11,5**
Asseco Poland	61,5	**7,9**	**7,2**	**6,7**	**13,7**	**13,0**	**12,1**
premia / dyskonto		0,8%	-1,6%	-3,7%	-4,9%	-0,8%	5,4%

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	**3023,5**	**3193,7**	**3 389,2**	**3616,2**	**3886,0**	**4089,3**	**4280,4**	**4479,7**	**4653,3**	**4831,4**	
zmiana	*8,5%*	*5,6%*	*6,1%*	*6,7%*	*7,5%*	*5,2%*	*4,7%*	*4,7%*	*3,9%*	*3,8%*	
EBITDA	**643,5**	**681,9**	**707,9**	**737,9**	**772,4**	**803,6**	**831,9**	**861,2**	**885,7**	**908,4**	
marża EBITDA	*21,3%*	*21,4%*	*20,9%*	*20,4%*	*19,9%*	*19,7%*	*19,4%*	*19,2%*	*19,0%*	*18,8%*	
Amortyzacja	105,1	106,9	109,8	112,7	114,8	116,8	119,0	121,1	123,4	123,4	
EBIT	**538,3**	**574,9**	**598,1**	**625,2**	**657,6**	**686,8**	**713,0**	**740,1**	**762,4**	**785,0**	
marża EBIT	*17,8%*	*18,0%*	*17,6%*	*17,3%*	*16,9%*	*16,8%*	*16,7%*	*16,5%*	*16,4%*	*16,2%*	
Opodatkowanie EBIT	102,3	109,2	113,6	118,8	124,9	130,5	135,5	140,6	144,9	149,2	
NOPLAT	**436,1**	**465,7**	**484,5**	**506,4**	**532,7**	**556,3**	**577,5**	**599,4**	**617,5**	**635,9**	
CAPEX	-535,9	-181,8	-188,7	-196,6	-136,1	-139,1	-141,3	-143,4	-149,0	-123,4	
Kapitał obrotowy	-13,5	-21,2	-15,6	-17,9	-21,0	-13,0	-12,6	-9,2	-16,4	-17,2	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	**-8,2**	**369,6**	**389,9**	**404,5**	**490,4**	**521,0**	**542,6**	**567,9**	**575,5**	**618,6**	**637,2**
WACC	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	
współczynnik dyskonta	*96,6%*	*86,9%*	*78,2%*	*70,4%*	*63,4%*	*57,0%*	*51,3%*	*46,2%*	*41,6%*	*37,4%*	
PV FCF	-7,9	321,2	305,0	284,8	310,8	297,2	278,6	262,5	239,4	231,6	
WACC	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***0,0%***
Koszt długu	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*
Stopa wolna od ryzyka	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*
Premia za ryzyko	*1,0%*	*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%*	*0,0%*
Dług netto / EV	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Koszt kapitału własnego	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*
Premia za ryzyko	*5,0%*	*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	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	*3,0%*
Wartość rezydualna (TV)	7 866,7
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	2 945,3
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	2 523,2
Wartość firmy (EV)	5 468,5
Dług netto	-259,4
Inne aktywa nieoperacyjne	496,3
Udziałowcy mniejszościowi	1 119,8
Wartość firmy	5 104,4
Liczba akcji (mln.)	77,6
Wartość firmy na akcję (PLN)	**65,8**
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%
Cena docelowa	**71,3**

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	**1,0%**	**2,0%**	**3,0%**	**4,0%**
WACC +1,0pp	56,2	58,9	62,3	66,4	71,7
WACC +0,5pp	59,5	62,6	66,5	71,4	77,8
WACC	63,1	66,8	**71,3**	77,1	84,8
WACC -0,5pp	67,2	71,4	76,7	83,6	93,0
WACC -1,0pp	71,7	76,6	82,9	91,3	102,9

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	8,5
P/E('09) dla ceny docelowej	15,8
Udział TV w EV	54%

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	**1 282,4**	**2 786,6**	**3 023,5**	**3 193,7**	**3 389,2**	**3 616,2**	**3 886,0**
zmiana	*157,7%*	*117,3%*	*8,5%*	*5,6%*	*6,1%*	*6,7%*	*7,5%*
Oprogramowanie i usługi własne	553,4	1 519,2	1 654,4	1 753,9	1 868,1	2 000,4	2 157,5
Oprogramowanie i usługi obce	218,9	503,5	546,4	577,1	612,4	653,5	702,2
Sprzęt i infrastruktura	305,2	565,7	604,7	629,1	657,5	690,7	730,5
Outsourcing	129,1	100,1	111,6	121,1	131,9	144,4	159,0
Teleinformatyka	68,2	83,5	90,6	95,7	101,6	108,4	116,4
Pozostała sprzedaż	7,5	14,6	15,8	16,7	17,7	18,9	20,3
Koszty sprzedanych produktów	**848,4**	**1 810,1**	**1 966,8**	**2 074,3**	**2 216,6**	**2 381,7**	**2 577,3**
Zysk brutto na sprzedaży	**434,0**	**976,5**	**1 056,8**	**1 119,4**	**1 172,5**	**1 234,5**	**1 308,7**
Koszty sprzedaży	88,1	202,9	220,2	232,6	246,8	263,4	283,0
koszty ogólnego zarządu	114,3	276,7	297,2	310,8	326,5	344,9	366,9
Zysk netto na sprzedaży	**231,7**	**496,9**	**539,4**	**576,0**	**599,2**	**626,3**	**658,8**
Pozostała działalność operacyjna	5,0	-2,6	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
EBIT	**236,7**	**494,3**	**538,3**	**574,9**	**598,1**	**625,2**	**657,6**
zmiana	*423,6%*	*108,9%*	*8,9%*	*6,8%*	*4,0%*	*4,5%*	*5,2%*
marża EBIT	*18,5%*	*17,7%*	*17,8%*	*18,0%*	*17,6%*	*17,3%*	*16,9%*
Wynik na działalności finansowej	-16,2	-37,8	-8,5	-3,5	14,2	33,5	56,6
Pozostałe	15,1	36,7	3,0	3,1	3,2	3,4	3,5
Zysk brutto	**235,5**	**493,2**	**532,8**	**574,6**	**615,6**	**662,1**	**717,8**
Podatek dochodowy	-44,7	-93,7	-89,5	-109,2	-117,0	-125,8	-136,4
Udziałowcy mniejszościowi	29,8	77,9	94,3	99,0	106,1	114,1	123,7
Zysk netto	**161,0**	**321,6**	**349,0**	**366,4**	**392,6**	**422,2**	**457,7**
zmiana	*115,9%*	*99,7%*	*8,5%*	*5,0%*	*7,1%*	*7,6%*	*8,4%*
marża	*12,6%*	*11,5%*	*11,5%*	*11,5%*	*11,6%*	*11,7%*	*11,8%*
Amortyzacja	37,9	97,6	105,1	106,9	109,8	112,7	114,8
EBITDA	**274,5**	**591,8**	**643,5**	**681,9**	**707,9**	**737,9**	**772,4**
zmiana	*373,6%*	*115,6%*	*8,7%*	*6,0%*	*3,8%*	*4,2%*	*4,7%*
marża EBITDA	*21,4%*	*21,2%*	*21,3%*	*21,4%*	*20,9%*	*20,4%*	*19,9%*
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	51,1	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6
EPS	3,2	4,1	4,5	4,7	5,1	5,4	5,9
CEPS	3,9	5,4	5,9	6,1	6,5	6,9	7,4
ROAE	*13,1%*	*10,9%*	*8,8%*	*8,5%*	*8,4%*	*8,3%*	*8,3%*
ROAA	*8,2%*	*7,2%*	*5,9%*	*5,8%*	*5,8%*	*5,9%*	*5,9%*

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	**3 256,1**	**5 728,6**	**6 126,5**	**6 523,7**	**6 961,7**	**7 437,5**	**7 960,0**
Majątek trwały	**2 298,2**	**4 268,2**	**4 700,0**	**4 775,7**	**4 855,5**	**4 940,4**	**4 962,9**
Rzeczowe aktywa trwałe	93,0	334,5	399,1	410,3	422,1	434,7	437,9
Wartości niematerialne	1 132,7	2 615,7	2 981,8	3 045,5	3 112,6	3 183,9	3 202,0
Wartość firmy z konsolidacji	567,4	1 206,8	1 206,8	1 206,8	1 206,8	1 206,8	1 206,8
Aktywa finansowe	338,5	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
Długoterminowe pożyczki	0,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
Należności długoterminowe	42,3	40,3	40,3	40,3	40,3	40,3	40,3
Środki pieniężne zastrzeżone	86,3	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	35,4	23,3	23,3	23,3	23,3	23,3	23,3
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,9	12,3	13,4	14,1	15,0	16,0	17,2
Majątek obrotowy	**957,9**	**1 460,4**	**1 426,4**	**1 748,1**	**2 106,2**	**2 497,1**	**2 997,1**
Zapasy	36,6	61,3	72,0	81,6	93,3	106,7	122,6
Rozliczenia międzyokresowe	25,7	68,8	74,6	78,8	83,7	89,3	95,9
Należności handlowe	345,0	629,9	683,4	730,6	784,6	847,1	921,0
Inne należności	221,5	189,7	191,3	192,5	193,9	195,4	197,3
Aktywa finansowe	87,6	59,0	59,0	59,0	59,0	59,0	59,0
Środki pieniężne	241,5	451,8	346,1	605,5	891,8	1 199,6	1 601,4

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	**3 256,1**	**5 728,5**	**6 126,5**	**6 523,7**	**6 961,7**	**7 437,5**	**7 960,0**
Kapitał własny	**2 120,7**	**3 782,8**	**4 121,4**	**4 476,9**	**4 857,7**	**5 267,3**	**5 711,4**
Kapitał akcyjny	51,1	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6
Kapitały rezerwowe	1 636,6	3 552,3	3 552,3	3 552,3	3 552,3	3 552,3	3 552,3
Zyski zatrzymane	235,4	451,8	696,1	952,6	1 227,4	1 523,0	1 843,4
Kapitały mniejszości	197,6	379,9	474,2	573,2	679,2	793,3	916,9
Zobowiązania długoterminowe	**492,1**	**802,6**	**813,9**	**822,0**	**831,2**	**842,0**	**854,8**
Kredyty i pożyczki	202,1	88,5	88,5	88,5	88,5	88,5	88,5
Długoterminowe zobowiązania finansowe	283,5	578,3	578,3	578,3	578,3	578,3	578,3
Rezerwy	2,6	107,9	117,0	123,6	131,2	140,0	150,4
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	3,0	24,4	26,5	28,0	29,7	31,7	34,0
Pozostałe zobowiązania	1,0	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Zobowiązania krótkoterminowe	**643,3**	**1 143,1**	**1 191,2**	**1 224,9**	**1 272,7**	**1 328,2**	**1 393,8**
Kredyty i pożyczki	61,1	103,8	103,8	103,8	103,8	103,8	103,8
Zobowiązania handlowe	188,6	291,0	316,2	333,4	362,4	395,9	435,5
Inne zobowiązania	307,9	479,3	479,3	479,3	479,3	479,3	479,3
Rezerwy	11,0	42,9	46,5	49,1	52,1	55,6	59,8
Rozliczenia międzyokresowe	74,7	226,2	245,5	259,3	275,2	293,6	315,5
Dług	263,2	192,3	192,3	192,3	192,3	192,3	192,3
Dług netto	21,7	-259,4	-153,8	-413,2	-699,5	-1 007,3	-1 409,1
(Dług netto / Kapitał własny)	*1,0%*	*-6,9%*	*-3,7%*	*-9,2%*	*-14,4%*	*-19,1%*	*-24,7%*
(Dług netto / EBITDA)	0,1	-0,4	-0,2	-0,6	-1,0	-1,4	-1,8
BVPS	41,5	48,8	53,1	57,7	62,6	67,9	73,6

Przepływy pieniężne

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	**49,0**	**531,7**	**543,5**	**554,7**	**578,5**	**597,5**	**618,6**
Zysk brutto	235,4	493,2	532,8	574,6	615,6	662,1	717,8
Odsetki	-12,0	37,8	8,5	3,5	-14,2	-33,5	-56,6
Amortyzacja	37,9	97,6	105,1	106,9	109,8	112,7	114,8
Kapitał obrotowy	-125,0	140,0	-13,5	-21,2	-15,6	-17,9	-21,0
Podatek	-21,6	-77,0	-89,5	-109,2	-117,0	-125,8	-136,4
Pozostałe	-65,6	-159,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	**-422,1**	**-313,2**	**-544,4**	**-185,3**	**-174,4**	**-163,1**	**-79,5**
CAPEX	-33,7	-97,6	-505,9	-181,8	-188,7	-196,6	-136,1
Inwestycje kapitałowe	-458,2	-177,8	-30,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	69,8	-37,8	-8,5	-3,5	14,2	33,5	56,6
Przepływy finansowe	**575,2**	**-54,2**	**-104,7**	**-109,9**	**-117,8**	**-126,7**	**-137,3**
Dług	205,4	-70,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	383,2	110,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-34,2	-78,1	-104,7	-109,9	-117,8	-126,7	-137,3
Inne	20,8	-15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	**202,1**	**164,3**	**-105,6**	**259,4**	**286,3**	**307,8**	**401,8**
Środki pieniężne na koniec okresu	241,5	451,8	346,1	605,5	891,8	1 199,6	1 601,4
DPS (PLN)	0,4	1,0	1,3	1,4	1,5	1,6	1,8
FCF	70,9	540,3	33,7	369,6	389,9	404,5	490,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	*2,6%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	19,5	14,8	13,7	13,0	12,1	11,2	10,4
P/CE	15,8	11,4	10,5	10,1	9,5	8,9	8,3
P/BV	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
P/S	2,5	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
FCF/EV	*2,1%*	*11,0%*	*0,7%*	*7,9%*	*8,7%*	*9,4%*	*11,6%*
EV/EBITDA	12,2	8,3	7,9	7,2	6,7	6,1	5,5
EV/EBIT	14,2	9,9	9,5	8,5	7,9	7,2	6,4
EV/S	2,6	1,8	1,7	1,5	1,4	1,2	1,1
DYield	*0,6%*	*1,6%*	*2,2%*	*2,3%*	*2,5%*	*2,7%*	*2,9%*
Cena (PLN)							
Liczba akcji na koniec roku (mln)	51,1	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6
MC (mln PLN)	3142,1	4770,3	4770,3	4770,3	4770,3	4770,3	4770,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	197,6	379,9	474,2	573,3	679,7	794,3	918,7
EV (mln PLN)	3 361,4	4 890,8	5 090,7	4 910,2	4 709,5	4 495,1	4 216,0

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
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
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

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

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@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

„Prywatny Makler"

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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.

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 miedzy 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 nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

Rekomendacja	Kupuj
data wydania	2009-05-27
kurs z dnia rekomendacji	55,95
WIG w dniu rekomendacji	29197,11