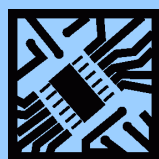


19 listopada 2009

Aktualizacja raportu


Sektor IT
Polska

Cena bieżąca	57,3 PLN
Cena docelowa	71,9 PLN
Kapitalizacja	4,45 mld PLN
Free float	2,45 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	17,32 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	5,28%

Pozostali	55,09%
-----------	--------

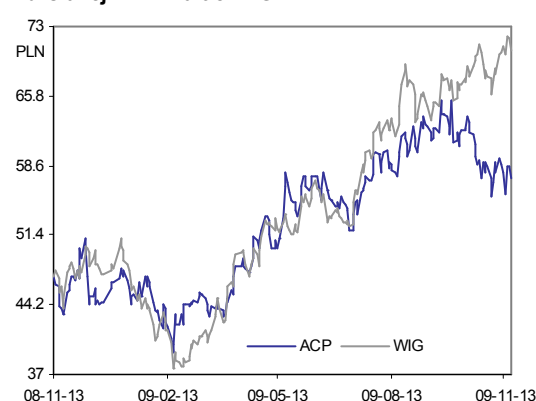
Prezentacja sektora

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 zaprężone 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

(Niezmieniona)

Dobre wyniki niedocenione

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 11,9 (10,7 po zdjęciu z wyceny akcji własnych spółki) implikując około 23% dyskonta do mediany spółek porównywalnych. W naszym odczuciu nie ma przesłanek dla utrzymywania się takiego poziomu dyskonta w przyszłości. W związku z tym podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj i wyznaczamy cenę docelową dla akcji Asseco Poland na poziomie 71,9 PLN.

Wyniki 3Q2009

Asseco Poland osiągnęło w trzecim kwartale bardzo dobre wyniki zaskakując przede wszystkim skalą redukcji kosztów działalności (obniżenie kosztów COGS w ujęciu q/q o 7,7% do 114,9 mln PLN). Pozwoliło to na osiągnięcie zysku operacyjnego na poziomie 139,1 mln PLN i zysku netto w wysokości 102,3 mln PLN.

Wysoka kontraktacja

Według stanu na 10 listopada 2009 roku tegoroczny portfel zamówień Grupy Asseco stanowi już około 102% zeszłorocznych przychodów, przy czym wartość kontraktów z zakresu oprogramowania i usług własnych przekroczył zeszłoroczną wartość przychodów o 11%. Równie dobrze prezentuje się portfel kontraktów jednostki dominującej, która na 10 listopada posiadała zamówienia o wartości przekraczającej 99% zeszłorocznych przychodów Asseco Poland S.A. Biorąc pod uwagę doświadczenia poprzednich lat i poziom kontraktacji jaki spółka zapewniała sobie w ostatnich tygodniach roku uważamy, że spółka nie powinna mieć problemów z przekroczeniem 3,0 mld PLN obrotów.

Emisja akcji w marcu

Spółka planuje ponowne wprowadzenie do obrotu 3 mln z posiadanych 9,3 mln akcji własnych. Posiadane akcje zostaną umorzone, a w ich miejsce zostanie wyemitowana analogiczna ich liczba, które zostaną zaoferowane inwestorom z zachowaniem prawa poboru. Jak najszybsze rozwiązanie kwestii posiadanych akcji odbieramy jako pozytywną informację, gdyż niepewność dotycząca terminu i sposobu ich ponownego wprowadzenia na rynek naszym zdaniem negatywnie wpływała na notowania spółki.

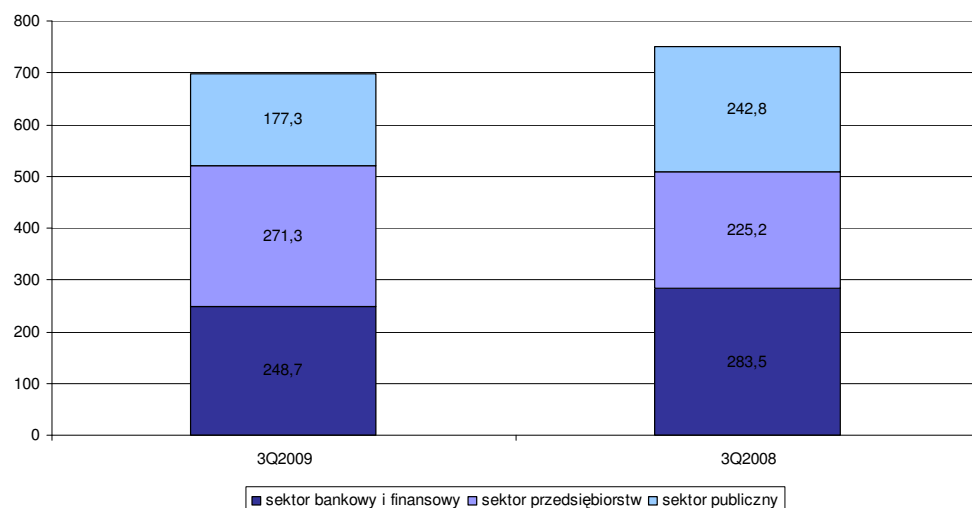
(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1 282,4	2 786,6	3 023,5	3 193,7	3 389,2
EBITDA	274,5	591,8	652,7	681,0	706,7
marża EBITDA	21,4%	21,2%	21,6%	21,3%	20,9%
EBIT	236,7	494,3	548,6	573,8	596,9
Zysk netto	161,0	321,6	372,1	365,5	389,4
DPS	0,4	1,5	1,4	1,4	1,5
P/E	18,2	13,8	11,9	12,2	11,4
P/CE	14,7	10,6	9,3	9,4	8,9
P/BV	1,4	1,2	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	11,5	7,7	7,5	7,2	6,6

Bieżąca sytuacja finansowa

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 242,8 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.

Przychody Asseco Poland w 3Q2009 w podziale na segmenty działalności



Źródło: Asseco Poland

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 PLN rozwiązanej rezerwy na podatek u źródła. Wynik operacyjny wyniósł w rezultacie aż 139,1 mln PLN, przy 126,4 mln PLN naszych oczekiwań i 128,0 mln PLN konsensusu rynkowego.

Saldo działalności finansowej wyniosło -3,0 mln PLN. Na jego wartość odniesiony zysk osiągnięty 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 dosyć 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 finansowe Asseco Poland w 3Q2009

(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

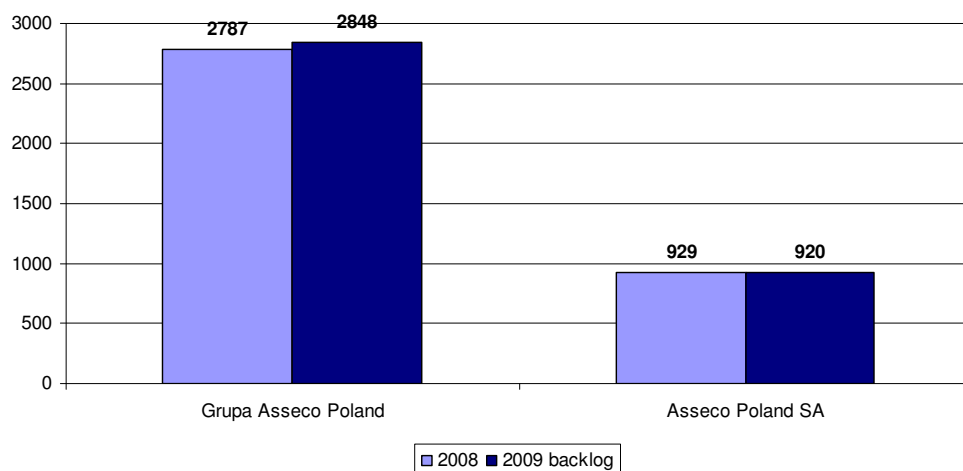
Perspektywy na przyszłość

Portfel kontraktów

Według danych zaprezentowanych przez spółkę po publikacji wyników, tegoroczny portfel kontraktów na dzień 10 listopada osiągnął w skali Grupy wartość 2848 mln PLN, co stanowi 102% zeszłorocznych przychodów i ponad 94% naszej prognozy sprzedaży. W zraportowanym backlogu kwotę 1888 mln PLN stanowią zamówienia na oprogramowanie i usługi własne spółki, co stanowi 111% wartości sprzedaży zrealizowanej z tego źródła w roku ubiegłym. W skali spółki dominującej portfel zamówień miał w połowie sierpnia wartość 920 mln PLN, czyli 99% ubiegłorocznego wyniku sprzedaży, w tym 622 mln PLN (118% zeszłorocznego wykonania) stanowią zamówienia w ramach oprogramowania i usług własnych Asseco Poland.

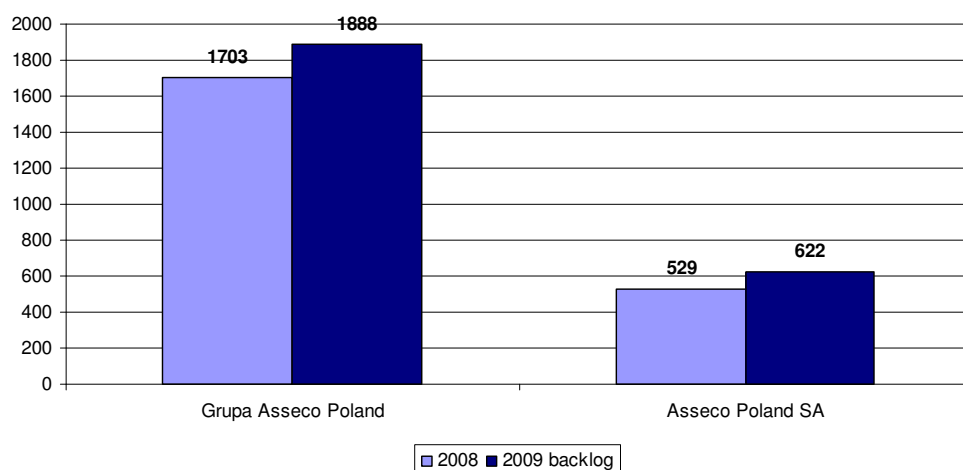
Biorąc pod uwagę doświadczenia poprzednich lat i poziom kontraktacji jaki spółka zapewniała sobie w ostatnich tygodniach roku uważamy zakładane przez nas poziomy sprzedaży za bezpieczne. W odniesieniu do marży brutto na sprzedaży po trzech kwartałach wynosi ona 35,2%, o 0,2% więcej od zakładanej przez nas na cały rok. Również w tym przypadku uważamy, że spółce powinno udać się utrzymać prognozowany przez nas poziom rentowności.

Skonsolidowany i jednostkowy portfel kontraktów na 10 listopada 2009 roku



Źródło: Asseco Poland

Oprogramowanie i usługi własne w portfelu Asseco na 10 listopada 2009 roku



Źródło: Asseco Poland

Korekta prognoz

W oparciu o wyniki 3Q2009 podnosimy naszą prognozę zysku netto w Grupie z 349,0 mln PLN do 372,1 mln PLN. Korekta wynika przede wszystkim z niższego od pierwotnie przez nas zakładanego zysku przypadającego akcjonariuszom mniejszościowym. Jednocześnie bez zmian pozostawiamy założenia dotyczące tegorocznego zysku operacyjnego jak również prognozy na najbliższe lata.

W marcu emisja

Asseco Poland wciąż posiada około 9,3 mln akcji własnych, które stanowią 12% wyemitowanego kapitału zakładowego. Według planów spółki około 3 mln akcji wróci do obrotu w marcu przyszłego roku i posłuży na sfinansowanie planowanych przejęć. Ze względów podatkowych spółka nie sprzeda jednak posiadanych akcji, lecz umorzy je i w ich miejsce dokona emisji z prawem poboru. Jak najszybsze rozwiązanie kwestii posiadanych akcji uważamy za pozytywną informację. Od momentu, gdy spółka zadeklarowała chęć wykorzystania ich do sfinansowania przejęć, niepewność dotycząca terminu i sposobu ich ponownego wprowadzenia do obrotu negatywnie wpływała na notowania Asseco.

Dywidenda za 2009 rok

Według wypowiedzi prezesa Adama Górala Asseco wypłaci 30-40% wypracowanego w tym roku zysku netto. Przyjmując za stopę wypłaty dywidendy dolną granicę podanego przedziału przy prognozowanym przez nas zysku netto na poziomie 372,1 mln PLN dywidenda wyniesie około 111 mln PLN, przy 70 mln PLN wypłaconych z zysku 2008 roku. Zakładając, że wszystkie akcje własne wrócą do tego czasu do obrotu i będą uczestniczyły w dywidendzie spółka wypłaci na każdą akcję 1,43 PLN.

Wycena na tle spółek porównawczych

Asseco Poland notowane jest według naszych prognoz po wskaźniku P/E poziomie 11,9 na 2009 rok i 12,2 na rok 2010. Daje to odpowiednio 23,0% i 9,3% dyskonta do mediany dla spółek porównywalnych. Wskaźniki EV/EBITDA Asseco na lata 2009-2010 (odpowiednio 7,5 i 7,2) dają 11,9% i 4,3% dyskonta do mediany dla spółek porównywalnych. Dodatkowo należy zaznaczyć, że powyższe wskaźniki nie uwzględniają faktu posiadania przez Asseco 12% swojego kapitału zakładowego, co dodatkowo powiększałoby poziom dyskonta.

Wycena

Podsumowanie wyceny Asseco Poland

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	4 919,3	50%	
Wycena porównawcza	5 369,2	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	5 487,6	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	5 250,9	50%	
Średnia	5 144,3		5 576,4
na 1 akcję Asseco Poland			71,9

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 6,2% (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 2009, 2010 i 2011. Dla kolejnych lat przyjmujemy odpowiednio wagi 25%, 45% i 30%.

Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla spółek informatycznych

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
Microsoft Corp		9,9	9,8	9,1	17,5	16,5	14,7
Cap Gemini		6,0	5,7	5,0	16,4	13,8	11,8
SAP AG		12,0	10,4	9,5	19,2	16,3	14,6
Oracle Corp		9,5	9,6	8,9	15,7	14,7	13,4
Accenture Ltd		7,5	7,4	6,9	14,9	14,6	13,0
Indra Sistemas		9,2	8,9	8,2	13,7	13,0	11,9
Tietoerator		8,9	7,4	6,6	15,3	12,7	10,8
Atos Origin SA		5,8	5,3	4,7	16,4	12,0	10,2
LOGICA Plc		8,1	7,6	7,2	11,7	10,6	9,8
IBM		7,9	7,4	6,8	12,9	11,7	10,9
Maksimum		12,0	10,4	9,5	19,2	16,5	14,7
Minimum		5,8	5,3	4,7	11,7	10,6	9,8
Mediana		8,5	7,5	7,0	15,5	13,4	11,9
Asseco Poland	57,3	7,5	7,2	6,6	11,9	12,2	11,4
premia / dyskonto		-11,9%	-4,3%	-6,0%	-23,0%	-9,3%	-3,8%

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	3 023,5	3 193,7	3 389,2	3 616,2	3 886,0	4 089,3	4 280,4	4 479,7	4 653,3	4 831,4	
zmiana	8,5%	5,6%	6,1%	6,7%	7,5%	5,2%	4,7%	4,7%	3,9%	3,8%	
EBITDA	652,7	681,0	706,7	736,4	774,5	809,7	842,1	875,7	904,7	931,9	
marża EBITDA	21,6%	21,3%	20,9%	20,4%	19,9%	19,8%	19,7%	19,5%	19,4%	19,3%	
Amortyzacja	104,1	107,2	109,8	112,4	114,5	116,5	118,7	120,8	123,1	123,1	
EBIT	548,6	573,8	596,9	623,9	660,1	693,1	723,5	754,9	781,7	808,9	
marża EBIT	18,1%	18,0%	17,6%	17,3%	17,0%	17,0%	16,9%	16,9%	16,8%	16,7%	
Opodatkowanie EBIT	104,2	109,0	113,4	118,5	125,4	131,7	137,5	143,4	148,5	153,7	
NOPLAT	444,4	464,8	483,5	505,4	534,7	561,4	586,0	611,5	633,2	655,2	
CAPEX	-485,9	-311,8	-168,7	-176,6	-136,1	-139,1	-141,3	-143,4	-149,0	-123,1	
Kapitał obrotowy	-60,3	-21,6	-16,1	-18,5	-21,7	-13,5	-13,1	-9,7	-16,8	-17,6	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	2,3	238,5	408,4	422,6	491,3	525,4	550,3	579,2	590,4	637,5	656,7
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	
współczynnik dyskonta	98,2%	88,4%	79,5%	71,4%	64,3%	57,8%	52,0%	46,7%	42,0%	37,8%	
PV FCF	2,3	210,7	324,5	302,0	315,7	303,6	285,9	270,6	248,1	240,9	
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	0,0%
Koszt długu	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
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	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
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%	Analiza wrażliwości							
Wartość rezydualna (TV)			8 008,2	Wzrost FCF w nieskończoności							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)			3 026,3		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%		
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy			2 504,3	WACC +1,0pp	53,4	56,2	59,6	63,9	69,3		
Wartość firmy (EV)			5 530,6	WACC +0,5pp	56,8	60,0	63,9	68,9	75,3		
Dług netto			-259,4	WACC	60,5	64,2	68,7	74,6	82,4		
Inne aktywa nieoperacyjne			453,5	WACC -0,5pp	64,5	68,8	74,2	81,2	90,7		
Udziałowcy mniejszościowi			1 324,3	WACC -1,0pp	69,1	74,1	80,4	88,9	100,6		
Wartość firmy			4 919,3								
Liczba akcji (mln)			77,6								
Wartość firmy na akcję (PLN)			63,4								
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego			8,4%								
Cena docelowa			68,7								
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej			8,5								
P/E('09) dla ceny docelowej			14,3								
Udział TV w EV			55%								

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	-	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	363,2
Zysk netto na sprzedaży	231,7	496,9	539,4	576,0	599,2	626,3	662,5
Pozostała działalność operacyjna	5,0	-2,6	9,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4
EBIT	236,7	494,3	548,6	573,8	596,9	623,9	660,1
zmiana	-	108,9%	11,0%	4,6%	4,0%	4,5%	5,8%
marża EBIT	18,5%	17,7%	18,1%	18,0%	17,6%	17,3%	17,0%
Wynik na działalności finansowej	-16,2	-37,8	-6,5	-3,8	10,4	31,3	55,6
Pozostałe	15,1	36,7	3,0	3,1	3,2	3,4	3,5
Zysk brutto	235,4	493,2	545,1	573,1	610,5	658,6	719,2
Podatek dochodowy	-44,7	-93,7	-91,6	-108,9	-116,0	-125,1	-136,6
Udziałowcy mniejszościowi	29,8	77,9	81,5	98,7	105,2	113,5	123,9
Zysk netto	161,0	321,6	372,1	365,5	389,4	420,0	458,6
zmiana	-	99,7%	15,7%	-1,8%	6,5%	7,9%	9,2%
marża	12,6%	11,5%	12,3%	11,4%	11,5%	11,6%	11,8%
Amortyzacja	37,9	97,6	104,1	107,2	109,8	112,4	114,5
EBITDA	274,5	591,8	652,7	681,0	706,7	736,4	774,5
zmiana	-	115,6%	10,3%	4,3%	3,8%	4,2%	5,2%
marża EBITDA	21,4%	21,2%	21,6%	21,3%	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	4,8	4,7	5,0	5,4	5,9
CEPS	3,9	5,4	6,1	6,1	6,4	6,9	7,4
ROAE	13,1%	10,9%	9,2%	8,2%	8,1%	8,0%	8,1%
ROAA	8,2%	7,2%	6,4%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%



Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	3 256,1	5 728,6	5 886,0	6 280,4	6 722,4	7 205,3	7 740,3
Majątek trwały	2 298,2	4 268,2	4 410,3	4 615,6	4 675,4	4 740,6	4 763,4
Rzeczowe aktywa trwałe	93,0	334,5	391,7	422,4	431,2	440,9	444,1
Wartości niematerialne	1 132,7	2 615,7	2 829,2	3 003,1	3 053,2	3 107,8	3 126,2
Wartość firmy z konsolidacji	567,4	1 206,8	1 077,0	1 077,0	1 077,0	1 077,0	1 077,0
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	1 475,8	1 664,8	2 047,0	2 464,7	2 976,9
Zapasy	36,6	61,3	72,0	81,6	93,3	106,7	122,6
Rozliczenia międzyokresowe	25,7	68,8	82,9	87,6	93,0	99,2	106,6
Należności handlowe	345,0	629,9	683,4	730,6	784,6	847,1	921,0
Inne należności	221,5	189,7	229,9	231,1	232,4	234,0	235,9
Aktywa finansowe	87,6	59,0	59,0	59,0	59,0	59,0	59,0
Środki pieniężne	241,5	451,8	348,6	474,9	784,8	1 118,7	1 531,9
(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	3 256,1	5 728,5	5 886,0	6 280,4	6 722,4	7 205,3	7 740,3
Kapitał własny	2 120,7	3 782,8	4 291,6	4 644,3	5 029,2	5 445,8	5 902,4
Kapitał akcyjny	51,1	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6
Kapitały rezerwowe	1 636,6	3 552,3	3 524,2	3 524,2	3 524,2	3 524,2	3 524,2
Zyski zatrzymane	235,4	451,8	705,5	959,3	1 239,0	1 542,3	1 874,9
Kapitały mniejszości	197,6	379,9	663,2	761,9	867,1	980,6	1 104,5
Zobowiązania długoterminowe	492,1	802,6	403,2	411,3	420,5	431,3	444,1
Kredyty i pożyczki	202,1	88,5	36,9	36,9	36,9	36,9	36,9
Długoterminowe zobowiązania finansowe	283,5	578,3	219,2	219,2	219,2	219,2	219,2
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	140,7	140,7	140,7	140,7	140,7
Dług netto	21,7	-259,4	-207,9	-334,2	-644,1	-978,0	-1 391,2
(Dług netto / Kapitał własny)	1,0%	-6,9%	-4,8%	-7,2%	-12,8%	-18,0%	-23,6%
(Dług netto / EBITDA)	0,1	-0,4	-0,3	-0,5	-0,9	-1,3	-1,8
BVPS	41,5	48,8	55,3	59,9	64,8	70,2	76,1

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	49,0	531,7	467,8	553,6	577,8	596,1	619,7
Zysk brutto	235,4	493,2	545,1	573,1	610,5	658,6	719,2
Odsetki	-12,0	37,8	6,5	3,8	-10,4	-31,3	-55,6
Amortyzacja	37,9	97,6	104,1	107,2	109,8	112,4	114,5
Kapitał obrotowy	-125,0	140,0	-60,3	-21,6	-16,1	-18,5	-21,7
Podatek	-21,6	-77,0	-91,6	-108,9	-116,0	-125,1	-136,6
Pozostałe	-65,6	-159,8	-36,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-422,1	-313,2	-492,4	-315,6	-158,3	-145,3	-80,5
CAPEX	-33,7	-97,6	-455,9	-311,8	-168,7	-176,6	-136,1
Inwestycje kapitałowe	-458,2	-177,8	-30,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	69,8	-37,8	-6,5	-3,8	10,4	31,3	55,6
Przepływy finansowe	575,2	-54,2	-78,7	-111,6	-109,6	-116,8	-126,0
Dług	205,4	-70,8	-51,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	383,2	110,3	91,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-34,2	-78,1	-118,4	-111,6	-109,6	-116,8	-126,0
Inne	20,8	-15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	202,1	164,3	-103,2	126,4	309,8	333,9	413,2
Środki pieniężne na koniec okresu	241,5	451,8	348,6	474,9	784,8	1 118,7	1 531,9
DPS (PLN)	0,4	1,5	1,4	1,4	1,5	1,6	1,8
FCF	70,9	540,3	44,4	238,5	408,4	422,6	491,3
(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	18,2	13,8	11,9	12,2	11,4	10,6	9,7
P/CE	14,7	10,6	9,3	9,4	8,9	8,3	7,8
P/BV	1,4	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
P/S	2,3	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
FCF/EV	2,3%	11,8%	0,9%	4,9%	8,8%	9,5%	11,8%
EV/EBITDA	11,5	7,7	7,5	7,2	6,6	6,0	5,4
EV/EBIT	13,3	9,2	8,9	8,5	7,8	7,1	6,3
EV/S	2,5	1,6	1,6	1,5	1,4	1,2	1,1
DYield	0,6%	2,7%	2,5%	2,5%	2,6%	2,8%	3,1%
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)	2927,5	4444,5	4444,5	4444,5	4444,5	4444,5	4444,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	197,6	379,9	663,2	761,9	867,1	980,6	1104,5
EV (mln PLN)	3 146,8	4 565,0	4 899,8	4 872,2	4 667,5	4 447,1	4 157,7



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

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

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

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 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, 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	Kupuj
data wydania	2009-05-27	2009-09-02
kurs z dnia rekomendacji	55,95	61,50
WIG w dniu rekomendacji	29197,11	37372,21