



Dom Maklerski BDM S.A.

ASSECO BUSINESS SOLUTIONS

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO AKUMULUJ)

WYCENA 33,1 PLN

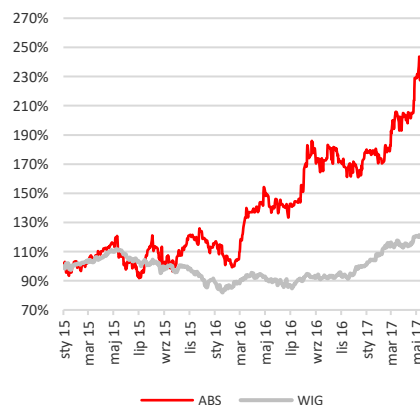
07 CZERWCA 2017, 09:30 CEST

Podtrzymujemy zalecenie Akumuluj podwyższając jednocześnie cenę docelową do 33,1 PLN za akcję. Pomimo znacznych wydatków związanych z akwizycją Macrologic oceniamy, że spółka utrzyma swoją zdolność do wypłaty dywidend. Prognozujemy, że cały zysk wypracowywany przez „stare” Asseco BS będzie trafiał do akcjonariuszy. Ponadto w związku z tą fuzją, upatrujemy szans na wzrost wartości spółki. Liczymy, że po zakończeniu integracji obu podmiotów uda się zrealizować liczne synergie przychodowe i kosztowe. Dotychczas Macrologic cechował się niższym poziomem przychodów na pracownika. Przy dynamicznie rosnącym portfelu zleceń Asseco BS pozwoli to na bardziej optymalne wykorzystanie zasobów spółki. Ponadto dzięki uzupełnieniu swojej oferty o rozwiązania Macrologic, oferta Asseco BS będzie bardziej kompletna i powinna pozwolić spółce dotrzeć do nowych grup odbiorców.

6 czerwca pojawił się raport bieżący, w którym Asseco BS poinformowało o spełnieniu ostatniego warunku zawieszającego w wezwaniu ogłoszonym na Macrologic. Oczekujemy, że transakcja zostanie sfinalizowana jeszcze do końca 2Q'17 i od 3Q'17 wyniki Macrologic będą w pełni konsolidowane w raportach Asseco BS. W naszej opinii oferta obu firm jest względem siebie komplementarna. Asseco BS oferowało do tej pory rozwiązania ERP dla dużych podmiotów i małych firm, koncentrując się przy tym na przedsiębiorstwach handlowych i branży FMCG. Z kolei Macrologic kierował swoje produkty do firm produkcyjnych. Fuzja pozwoli na stworzenie bardziej kompleksowej oferty i skuteczniejsze konkutowanie z Comarchem. Dotychczas przychody Asseco BS z podmiotów krajowych stanowiły około 50% sprzedaży Comarchu do polskiego sektora komercyjnego (wyłączając z tego podmioty finansowe i telekomunikacyjne). Dzięki akwizycji ta dysproporcja wyraźnie się zmniejszy.

Na fali dobrej koniunktury na polskim rynku ERP również okres 2-4Q'17 powinien być dla spółki bardzo udany. Spodziewamy się kumulacji dwóch czynników. Pierwszym jest trend polegający na rozbudowywaniu, przez klientów Asseco BS, posiadanych rozwiązań o nowe moduły. Ponadto spółka identyfikuje podwyższony popyt na aplikacje biznesowe, wywołany wprowadzeniem jednolitego pliku kontrolnego. Dotychczas nabywcami były głównie duże podmioty, natomiast wraz z upływem czasu nowy obowiązek będzie obejmował mniejsze firmy. Wraz ze zwiększającym się popytem powinny wyraźnie rosnąć marże. Rozwiązania dla małych podmiotów to tzw. „oprogramowanie pudełkowe”, którego cena sprzedaży jest praktycznie czystą marżą dla Asseco BS. Spodziewamy się, że do końca 2017 roku popyt na tego typu systemy będzie rósł. Systematyczna ekspansja na rynkach zagranicznych także jest dla nas budująca. W zeszłym roku sprzedaż eksportowa zwiększyła się 58%, natomiast w 1Q'17 było to „tylko” 9,5% r/r. Wolniejszy wzrost wynikał z harmonogramu realizacji zleceń i kolejne kwartały powinny przynieść powrót do kilkudziesięcioprocentowej dynamiki wzrostu sprzedaży. W skali całego 2017 roku prognozujemy 31% wzrost przychodów z rynków zagranicznych. Z kolei na terenie kraju biznes Asseco BS powinien wzrosnąć w tempie 9,2% r/r.

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	151,8	168,8	218,6	258,7	279,9	296,3
EBITDA [mln PLN]	51,3	62,6	78,5	91,3	102,9	109,8
EBIT [mln PLN]	40,5	51,6	64,6	74,8	86,3	93,2
Wynik netto [mln PLN]	33,5	42,5	52,0	58,9	68,5	74,5
P/BV	3,4	3,3	3,2	3,1	2,9	2,7
P/E	27,2	21,4	17,5	15,5	13,3	12,2
EV/EBITDA	16,5	13,4	12,1	10,3	9,0	8,2
EV/EBIT	20,9	16,3	14,7	12,5	10,7	9,7



— ABS — WIG

Marek Jurzec
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
WYNIKI ZA 1Q'17.....	9
WEZWANIE NA MACROLOGIC.....	11
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY	15
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	18

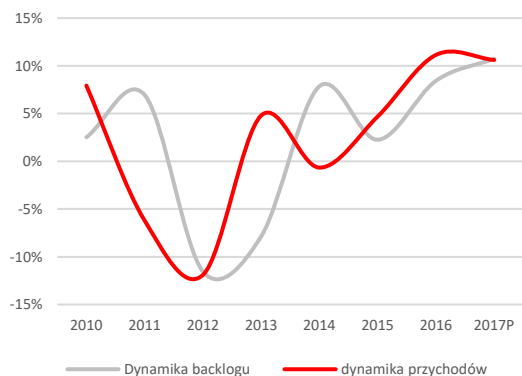
PODSUMOWANIE

Uważamy, że przejęcie Macrologic pozwoli na umocnienie pozycji Asseco BS na polskim rynku systemów ERP. Akwizycja powinna zapewnić spółce dostęp do potrzebnej kadry pracowniczej. Przychody na pracownika w Macrologic są obecnie niższe niż w Asseco BS, dlatego w najbliższym czasie oczekujemy efektywniejszego wykorzystania dostępnych zasobów w ramach nowej grupy kapitałowej. Oceniamy, że liczba pracowników na obecnym poziomie może pozwolić na wzrost skonsolidowanych przychodów w latach 2018 – 2019 bez konieczności zwiększenia zatrudnienia.

Asseco BS dobrze sobie radzi na krajowym rynku ERP, gdzie w samym 1Q'17 zwiększyło przychody o 18,5%. Za taki stan rzeczy odpowiadają nowe regulacje w zakresie kontroli podatkowej. Ponadto spółka odczuwa wśród swoich klientów trend polegający na rozszerzaniu dotychczas posiadanych rozwiązań o nowe moduły. Obecnie flagowym produktem spółki są aplikacje mobilne, które stanowią główne źródło przychodów również zagranicą. Prognozujemy, że kolejne okresy przyniosą lepszą sprzedaż również na rynkach eksportowych. Spółka ciągle ma do czynienia z relatywnie niewielką bazą w tym segmencie i zakładamy, że wzrost przychodów z eksportu w najbliższych latach będzie wynosił kilkadziesiąt procent.

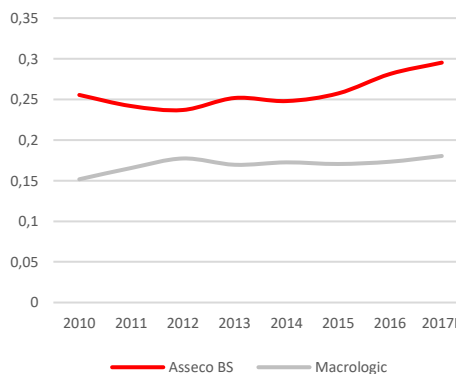
Przy okazji publikacji raportu za 1Q'17 Asseco Business Solutions przedstawiło backlog na 2017 rok z rekordową dynamiką. W naszej ocenie powinno się to przełożyć na utrzymanie dwucyfrowego wzrostu sprzedaży w całym 2017 roku. Prognozujemy, że na poziomie jednostkowym spółka wypracuje przychody o 13% wyższe r/r, a EBITDA powinien wzrosnąć także o 13% r/r. Według nas kolejne lata również będą skutkowały wzrostem biznesu Asseco BS. Zakładamy utrzymanie się tendencji polegającej na rozbudowie przez przedsiębiorstwa posiadanych systemów informatycznych. Dodatkowo oczekujemy utrzymania wysokiego tempa ekspansji na rynkach zagranicznych.

Dynamika backlogu po 1Q' na tle dynamiki przychodów w całym roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychód na pracownika w Asseco BS vs Macrologic [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyceny Asseco Business Solutions dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wycenę porównawczą. Metoda porównawcza w oparciu o nasze prognozy na lata 2018 - 2019 dała cenę jednej akcji na poziomie 32,3 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 33,5 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 33,1 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	33,5
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	32,3
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		33,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy prognozując w horyzoncie 10 – letnim wolne przepływy pieniężne (*free cash flows*) i dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Poziom ryzyka systematycznego wyrażony współczynnikiem Beta został ustalony na poziomie 1,0.

Główne założenia modelu

- Wydatki związane z nabyciem Macrologic szacujemy na 102 mln PLN, część akcji objętych wezwaniem to akcje własne Macrologic.
- W latach 2017- 2019 oczekujemy utrzymania wzrostu przychodów w „starym” Asseco BS. Ma on wynikać z intensywnej ekspansji na rynkach zagranicznych. Na rynku polskim oczekujemy w 2018 roku wyhamowania wzrostu ze względu na prognozowaną wysoką bazę z 2017 roku.
- Spodziewamy się, że integracja Asseco BS oraz Macrologic pozwoli na uzyskanie wymiernych synergii kosztowych i sprzedażowych. Macrologic cechował się dotychczas niższymi wynikami generowanymi na pracownika. Naszym zadaniem, poprzez lepsze wykorzystanie zasobów, pozwoli to Asseco BS utrzymać dotychczasowy wzrost sprzedaży, bez konieczności zwiększania zatrudnienia.
- Asseco Business Solutions posiada jednolity produkt, przez co zwiększanie sprzedaży nie pociąga za sobą konieczności drastycznego zwiększania zatrudnienia, a co za tym idzie ponoszenia dodatkowych kosztów. Dlatego w dłuższej perspektywie zakładamy utrzymanie się marży brutto powyżej 44%.
- Wyniki Macrologic konsolidujemy w naszym modelu od 3Q'17.
- Spółka poniesione nakłady rozwojowe kapitalizuje tylko w niewielkim stopniu, w większości obciążają one koszty bieżącej działalności. W dalszej perspektywie zakładamy kontynuację tej polityki i spodziewamy się, że nakłady inwestycyjne mogą być tylko nieznacznie wyższe od amortyzacji. W okresie rezydualnym CAPEX = Amortyzacja.
- Przyjęliśmy efektywną stopę podatkową na poziomie 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy poziom długu netto na koniec 2016 roku.
- Poziom kapitału obrotowego został obliczony na podstawie historycznych wskaźników obrotowości.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2,5%.
- Premia za ryzyko systematyczne wyrażona współczynnikiem beta wynosi 1,0.
- Premia za ryzyko rynkowe wynosi 5%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 33,4 mln akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 7 czerwca 2017.

Wycena jednej akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 33,5 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	218,6	258,7	279,9	296,3	310,8	324,2	337,0	348,7	360,8	372,8
EBIT [mln PLN]	64,6	74,8	86,3	93,2	99,5	104,1	108,5	112,5	116,7	120,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	12,3	14,2	16,4	17,7	18,9	19,8	20,6	21,4	22,2	23,0
NOPLAT[mln PLN]	52,3	60,6	69,9	75,5	80,6	84,3	87,9	91,1	94,5	97,9
Amortyzacja [mln PLN]	13,9	16,5	16,6	16,6	16,4	16,5	16,6	16,4	16,2	16,3
CAPEX [mln PLN]	-11,7	-17,0	-16,6	-16,4	-16,4	-16,6	-16,1	-16,0	-16,3	-16,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-3,0	-1,7	-2,9	-2,2	-1,9	-1,8	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-102,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-50,5	58,4	67,0	73,5	78,6	82,4	86,6	89,9	92,8	96,2
DFCF [mln PLN]	-48,3	51,6	54,6	55,2	54,3	52,3	50,5	48,1	45,5	43,3
Suma DFCF [mln PLN]	407,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1518,4									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	683,6	Wzrost w okresie rezydualnym				+2,5%				
Wartość firmy EV [mln PLN]	1090,7									
Dług netto [mln PLN]	-70,3									
Dywidenda [mln PLN]	42,4									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	1118,6									
liczba akcji [mln szt.]	33,4									
Wartość na akcje [PLN]	33,5									

Przychody zmiana r/r	29,5%	18,4%	8,2%	5,9%	4,9%	4,3%	4,0%	3,5%	3,5%	3,3%
EBIT zmiana r/r	25,1%	15,9%	15,3%	8,0%	6,8%	4,6%	4,2%	3,7%	3,7%	3,5%
FCF zmiana r/r	-	-	14,7%	9,7%	6,9%	4,8%	5,1%	3,8%	3,2%	3,7%
Marża EBITDA	35,9%	35,3%	36,8%	37,1%	37,3%	37,2%	37,1%	37,0%	36,8%	36,8%
Marża EBIT	29,5%	28,9%	30,8%	31,5%	32,0%	32,1%	32,2%	32,3%	32,3%	32,4%
Marża NOPLAT	23,9%	23,4%	25,0%	25,5%	25,9%	26,0%	26,1%	26,1%	26,2%	26,3%
CAPEX / Przychody	5,3%	6,6%	5,9%	5,5%	5,3%	5,1%	4,8%	4,6%	4,5%	4,4%
CAPEX / Amortyzacja	83,9%	103,2%	99,7%	98,7%	100,2%	100,9%	97,5%	97,6%	100,5%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	1,4%	0,7%	1,0%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	6,0%	4,2%	13,8%	13,3%	13,4%	13,1%	12,9%	13,3%	13,3%	13,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	81,4%	84,1%	87,0%	89,8%	92,5%	95,0%	97,4%	99,7%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	18,6%	15,9%	13,0%	10,2%	7,5%	5,0%	2,6%	0,3%	0,0%	0,0%
WACC	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta/wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Beta	0,7	33,5	35,1	36,8	38,8	41,2	44,1	47,6	52,0	57,6
	0,8	31,3	32,5	34,0	35,6	37,6	39,9	42,7	46,0	50,3
	0,9	29,2	30,3	31,5	32,9	34,5	36,4	38,6	41,3	44,6
	1	27,4	28,4	29,4	30,6	31,9	33,5	35,3	37,4	40,0
	1,1	25,8	26,6	27,5	28,5	29,7	31,0	32,4	34,2	36,3
	1,2	24,4	25,1	25,8	26,7	27,7	28,8	30,0	31,5	33,1
	1,3	23,1	23,7	24,4	25,1	25,9	26,9	27,9	29,1	30,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
OPremia za ryzyko	3%	36,2	38,0	40,1	42,6	45,5	49,2	53,7	59,6	67,4
	4%	31,3	32,5	34,0	35,6	37,6	39,9	42,7	46,0	50,3
	5%	27,4	28,4	29,4	30,6	31,9	33,5	35,3	37,4	40,0
	6%	24,4	25,1	25,8	26,7	27,7	28,8	30,0	31,5	33,1
	7%	21,9	22,4	23,0	23,7	24,4	25,2	26,1	27,1	28,3
	8%	19,8	20,3	20,7	21,2	21,7	22,3	23,0	23,7	24,6
	9%	18,1	18,4	18,8	19,2	19,6	20,0	20,6	21,1	21,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/Beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	62,0	57,0	52,8	49,2	46,0	43,2	40,7	38,4	36,4
	4%	51,6	47,0	43,0	39,9	37,1	34,6	32,4	30,5	28,8
	5%	44,1	39,9	36,7	33,5	31,0	28,8	26,9	25,2	23,7
	6%	38,4	34,6	31,7	28,8	26,5	24,6	22,9	21,4	20,0
	7%	34,0	30,5	28,9	25,2	23,1	21,4	19,8	18,5	17,3
	8%	30,5	27,2	25,8	22,3	20,5	18,9	17,5	16,3	15,2
	9%	27,6	24,6	23,3	20,0	18,3	16,9	15,6	14,5	13,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

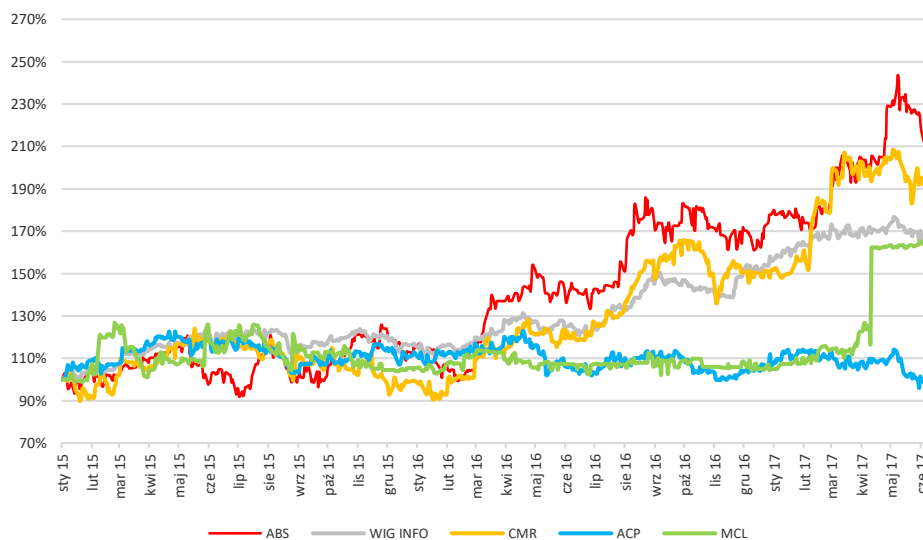
Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2018 -2019 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty z ekspozycją na aplikacje biznesowe działające na rynku polskim oraz zagranicą, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Asseco BS. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E, EV/EBITDA. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 50% wagę dla lat 2018 -2019. Wycena metodą porównawczą sugeruje cenę jednej akcji na poziomie 32,3 PLN.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Comarch	18,6	18,0	15,7	9,8	8,3	7,6
SAP	23,9	21,6	19,7	15,7	14,1	12,7
Livechat Software	34,4	26,8	22,4	25,6	20,0	16,7
Isentia	12,9	12,6	11,6	9,3	8,2	7,3
Sage	22,3	20,4	19,1	15,4	13,4	12,6
Mediana	22,3	20,4	19,1	15,4	13,4	12,6
Asseco BS	17,5	15,5	13,3	12,1	10,3	9,0
Premia/dyskonto do mediany	-21,4%	-24,0%	-30,3%	-21,6%	-23,6%	-28,6%
Wycena wg wskaźnika	28,4	31,7	33,6	30,9	30,5	33,5
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena wg wskaźników		32,7			32,0	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	32,3					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółki

Zachowanie kursu Asseco BS na tle indeksu WIG-INFORMATYKA oraz Comarchu, Macrologica i Asseco Poland



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyka związane z akwizycją.** Istotne Różnice w kulturze organizacyjnej oraz zupełnie odmienne procesy wewnątrz organizacji mogą wydłużyć proces integracji Asseco BS i oczekiwane efekty mogą pojawić się później niż tego oczekujemy.
- **Zmiany w przepisach prawnych.** Jednym z czynników napędzających popyt na rozwiązania tworzone przez Asseco Business Solution są zmiany w przepisach podatkowych. Wprowadzanie istotnych zmian może wpłynąć na okresowe dość silne wahania wyników generowanych przez spółkę.
- **Ryzyko walutowe.** Spółka na rynki zagraniczne kieruje coraz większą część swojej sprzedaży i zgodnie ze strategią to właśnie sprzedaż zagraniczna ma być w przyszłości głównym motorem wzrostu biznesu firmy. Dlatego wyniki Asseco BS mogą być w przyszłości coraz bardziej wrażliwe na wahania kursów walutowych, gdyż koszty ponoszone są głównie w złotych. Asseco BS nie wykorzystuje także finansowania zewnętrznego, które gdyby było zaciągane w walutach obcych mogłoby stanowić hedging dla przychodów.
- **Pozycja spółki w grupie kapitałowej Asseco.** Asseco Business Solutions w ramach grupy kapitałowej jest odpowiedzialne za aplikacje ERP dla podmiotów handlowych oraz innych działających w obszarze FMCG. W grupie kapitałowej jest także inny podmiot obecny na rynkach europejskich – Asseco Solutions. W celu osiągnięcia synergii może w przyszłości nastąpić połączenie tych podmiotów w ramach jednego centrum kompetencyjnego. Za takim scenariuszem przemawia decyzja o utworzeniu Asseco Enterprise Solution z siedzibą w Bratysławie. W dłuższym terminie koncentracja wszystkich kompetencji z zakresu systemów ERP powinna przynieść istotne synergie sprzedażowe.
- **Środki z UE.** Asseco BS nie świadczy usług związanych z pozyskiwaniem dotacji unijnych na zakup oprogramowania. W rezultacie w sytuacji braku finansowania ze środków wspólnotowych popyt na rozwiązania informatyczne dla przedsiębiorstw nie jest zaburzony przez ten czynnik i odbija się to korzystnie na wynikach generowanych przez Asseco BS. W przypadku uruchomienia nowego rozdania z UE część popytu może z powrotem wrócić do konkurencyjnych podmiotów.
- **Presja na wynagrodzenia.** Asseco BS jest producentem oprogramowania, przez co bazuje głównie na wykwalifikowanej kadrze pracowniczej. Popyt na informatyków na rynku jest duży, co powoduje znaczną presję na podwyżki wynagrodzeń dla programistów. Działając na terenie „ściany wschodniej” spółka dotychczas w ograniczonym stopniu odczuwała presję na wzrost wynagrodzeń. Obecnie jednak także w Lublinie rynek pracy jest coraz bardziej konkurencyjny zwłaszcza jeśli chodzi o popyt na informatyków.
- **Brak wykwalifikowanej kadry.** Niedobory programistów na rynku pacy mogą powodować trudności z zatrudnieniem odpowiedniej liczby pracowników. W rezultacie stwarza to ryzyko wolniejszej realizacji niektórych projektów.

WYNIKI ZA 1Q'17

Za wzrost wyników w 1Q'17 odpowiada głównie sprzedaż rozwiązań ERP na rynku krajowym, która zwiększyła się o 18,5% r/r. Za tak wyraźnym wzrostem stoją dwa czynniki. Pierwszym są zmiany przepisów dotyczących kontroli podatkowej. Powoduje to zwiększony popyt na oprogramowanie produkowane przez Asseco BS. Obecnie zmiany dotyczą małe podmioty, co skutkuje lepszą sprzedaż w linii biznesowej WAPRO. Dodatkowo spółka zauważa wśród swoich klientów chęć do rozbudowywania dotychczas posiadanych systemów. W efekcie zwiększa to sprzedaż dodatkowych modułów dla już wdrożonych systemów.

Na rynkach zagranicznych Asseco BS ma do czynienia z relatywnie niską bazą co w skali ostatnich czterech kwartałów skutkowało 33,3% wzrostem sprzedaży w ujęciu r/r. Wysoka dynamika przychodów zagranicą jest możliwa dzięki pozyskanym pozytywnym referencjom od klientów oraz firm doradczych z obszaru FMCG.

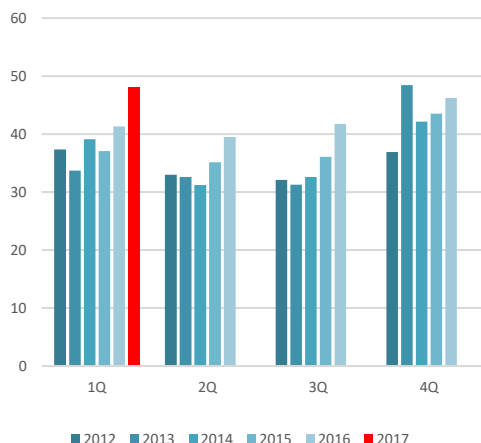
Wysoka dynamika sprzedaży skutkuje generowaniem wyraźnie lepszego EBITDA i zysku netto. Dzieje się to pomimo wyraźnego wzrostu zatrudnienia jaki miał miejsce w poprzednich kwartałach oraz utrzymującej się presji na podwyżki wynagrodzeń. Dodatkowo coraz większy popyt pochodzi ze strony mniejszych podmiotów, do których w większym stopniu sprzedawane są tzw. „rozwiązania pudełkowe”. Sprzedaż takiego oprogramowania jest dla spółki czystą marżą, co powoduje wyraźny wzrost rentowności.

Wyniki Asseco BS w 3Q'16 [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	r/r	2Q'15-1Q'16	2Q'16-1Q'17	r/r
Przychody	41,3	48,0	16,1%	156,1	175,4	12,4%
Systemy ERP w tym:	38,7	45,3	17,1%	141,7	161,2	13,7%
Polska	32,7	38,7	18,5%	125,5	139,5	11,2%
Zagranica	6,0	6,5	9,5%	16,2	21,6	33,3%
Pozostałe	2,6	2,7	1,8%	14,3	14,3	-0,5%
Wynik brutto na sprzedaży	17,9	22,0	22,6%	63,3	76,9	21,4%
EBITDA	15,5	18,8	21,5%	54,3	65,9	21,3%
Systemy ERP	15,2	18,0	18,3%	52,7	63,9	21,3%
Pozostałe	0,3	0,3	17,1%	1,7	1,5	-11,7%
EBIT	12,7	16,1	26,5%	43,5	55,0	26,4%
Zysk brutto	12,9	16,6	29,2%	44,4	56,3	26,8%
Zysk netto	10,4	13,4	29,1%	35,8	45,5	27,3%
Marża brutto na sprzedaży	43,4%	45,8%		40,6%	43,8%	
Marża EBITDA	37,5%	39,2%		34,8%	37,6%	
Systemy ERP	39,3%	39,7%		37,2%	39,7%	
Pozostałe	11,1%	12,8%		11,6%	10,3%	
Marża EBIT	30,9%	33,6%		27,9%	31,3%	
Marża netto	25,1%	27,9%		28,4%	32,1%	

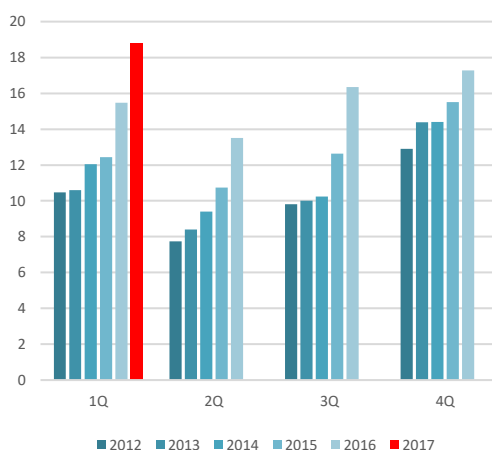
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody Asseco BS w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

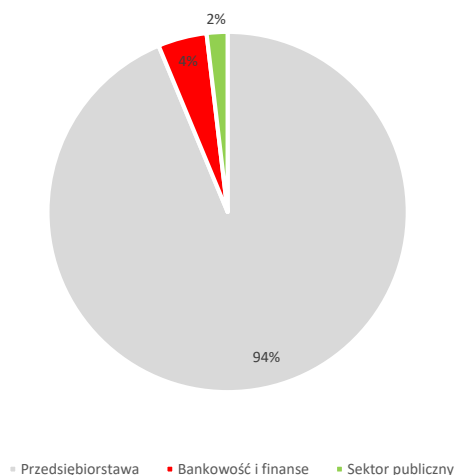
Marża EBITDA Asseco BS w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

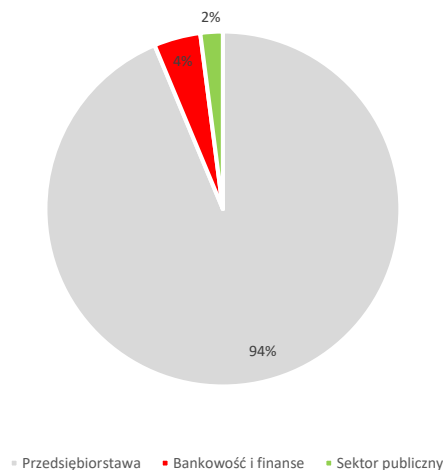
Główną grupą odbiorców w 1Q'17 pozostawały przedsiębiorstwa, do których Asseco BS kierowało 94% swojej sprzedaży. Sektor publiczny stanowi marginalną część działalności spółki, dlatego nie odczuwa ona obecnego spowolnienia na polskim rynku IT.

Struktura sprzedaży w 1Q'17



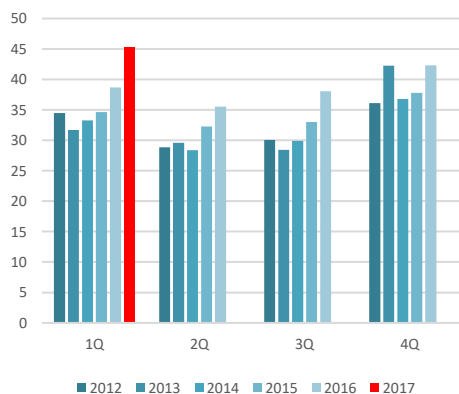
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura sprzedaży w 1Q'16



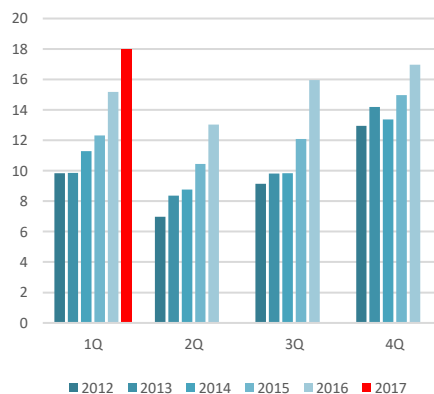
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody segmentu ERP [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

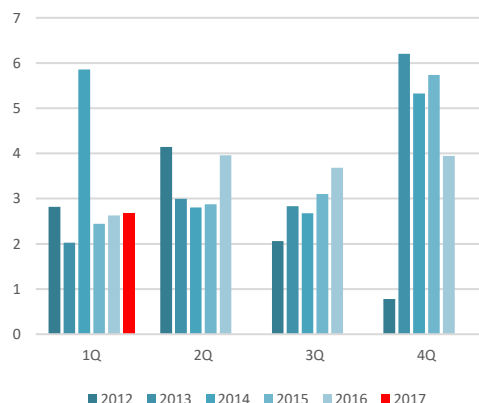
EBITDA segmentu ERP [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

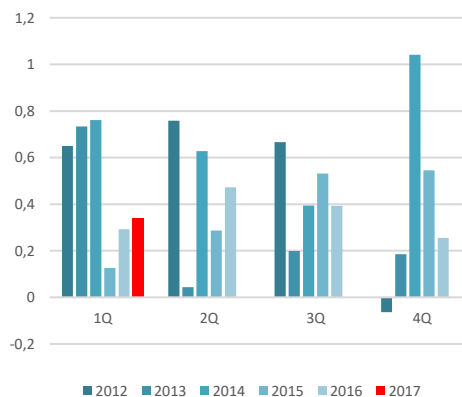
Na dobrą sprzedaż segmentu ERP złożyła się dobra koniunktura na rynku krajowym oraz udana ekspansja na rynkach zagranicznych. Przełożyło się to zarówno na wyższe przychody jak i EBITDA, i to pomimo istotnego wzrostu zatrudnienia. Segment pozostałe odpowiada głównie za dostawy sprzętu oraz oprogramowania dla administracji publicznej. Ze względu na skalę segmentu ERP ten obszar działalności stanowi marginalne znaczenie dla wyników Asseco BS. Ze względu na brak większych zamówień w administracji publicznej rezultaty generowane przez ten segment pozostają stabilne.

Przechody segmentu pozostałe [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA segmentu pozostałe [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WEZWANIE NA MACROLOGIC

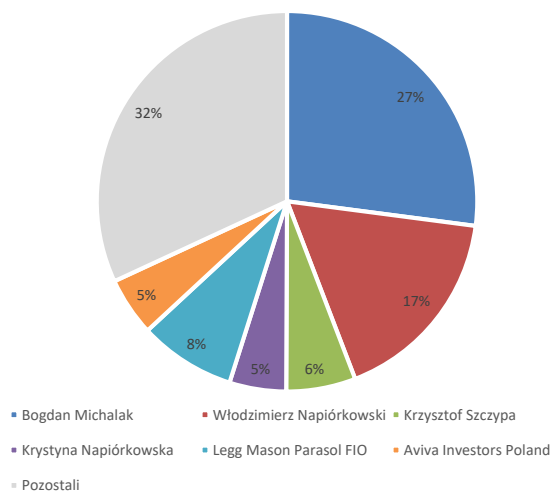
W kwietniu 2017 roku Asseco Business Solutions ogłosiło wezwanie na 1,889 mln akcji spółki Macrologic stanowiących 100% jej kapitału zakładowego po 59 PLN za sztukę. W wezwaniu podano dwa warunki zawieszające. Pierwszym było złożenie zapisów na co najmniej 75% akcji Macrologoc. Kolejnym warunkiem było uzyskanie zgody UOKiK na dokonanie koncentracji. Zapisy w wezwaniu były prowadzone od 8 maja do 6 czerwca 2017 roku. Spodziewamy się że nowy podmiot będzie konsolidowany w wynikach już od końca czerwca 2017 roku. Oznacza to, że bilans na koniec 2Q'17 będzie bilansem połączonych podmiotów. A od 3Q'17 ma być konsolidowany także RZiS oraz rachunek przepływów pieniężnych. W związku z tym, że wezwanie obejmuje 100% akcji Macrologic zakładamy wycofanie tego podmiotu z giełdy.

Macrologic podobnie jak Asseco BS jest producentem systemów klasy ERP dla przedsiębiorstw. Swoją ofertę podmiot ten kieruje głównie do średnich firm produkcyjnych. Systemy znajdujące się w ofercie tego podmiotu wspierają takie obszary przedsiębiorstw jak:

- Finanse
- Controlling
- HR
- Produkcja
- Sprzedaż i logistyka
- Obieg informacji
- Zarządzanie informacją
- Projekty
- Gospodarka remontowa

W ofercie Macrologic znalazł się niedawno nowy system ERP – Macrologi Merit. Jest to oprogramowanie wspierające zarządzanie procesami danej organizacji.

Dotychczasowy akcjonariat Macrologic

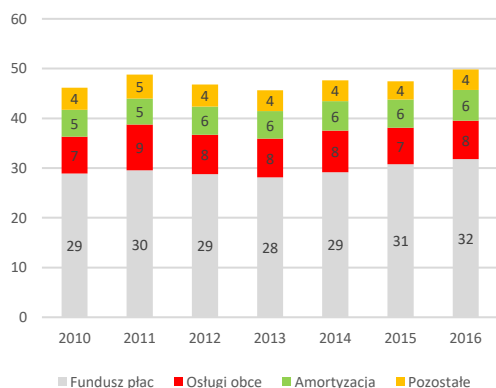


Dotychczas głównym akcjonariuszem Macrologic pozostawał Bogdan Michalak – przewodniczący rady nadzorczej oraz założyciel spółki. Członkowie rady nadzorczej i zarządu posiadali wspólnie ponad 50% akcji Macrologic.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

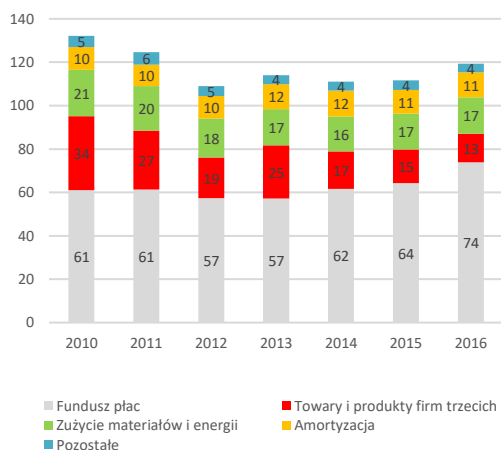
Ze względu na podobny profil działalności struktura kosztów w Macrologic jest zbliżona do tej z Asseco BS. Dominującą pozycją jest fundusz płac, ponieważ głównym produktem obu spółek jest oprogramowanie, będące wytworem pracy umysłowej pracowników. Dlatego to zasoby ludzkie są głównym aktywem w obu podmiotach.

Struktura kosztów Macrologic [mln PLN]



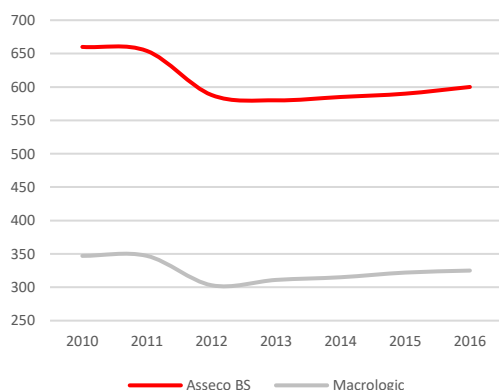
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura kosztów Asseco BS [mln PLN]



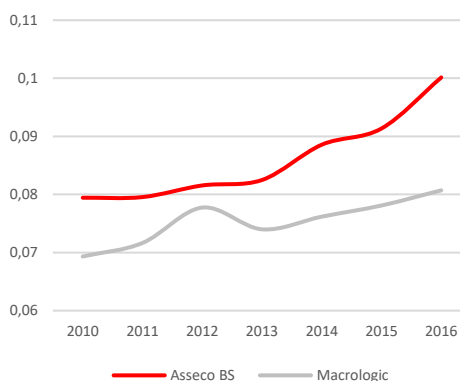
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zatrudnienie w Asseco BS vs Macrologic



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

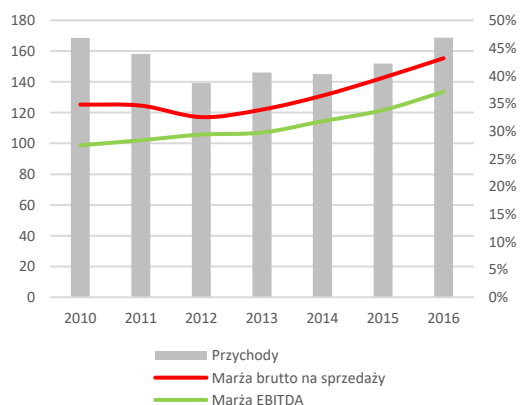
Średnie roczne wynagrodzenie w Asseco BS vs Macrologic [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

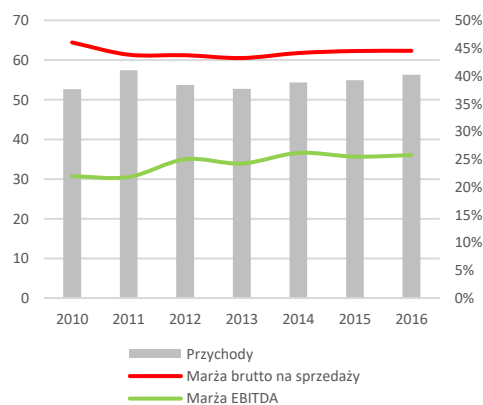
Asseco BS powstało z połączenia pięciu podmiotów. Od tamtej pory spółka koncentruje się na najbardziej rentownych liniach biznesowych oraz dopasowuje zatrudnienie do aktualnych potrzeb. Wraz z intensyfikacją ekspansji zagranicznej rośnie też zatrudnienie oraz poziom wynagrodzeń. Przejęcie Macrologic pozwoli spółce pozyskać zasoby niezbędne do utrzymania obecnego tempa rozwoju.

Historyczne wyniki Asseco BS [mln PLN]



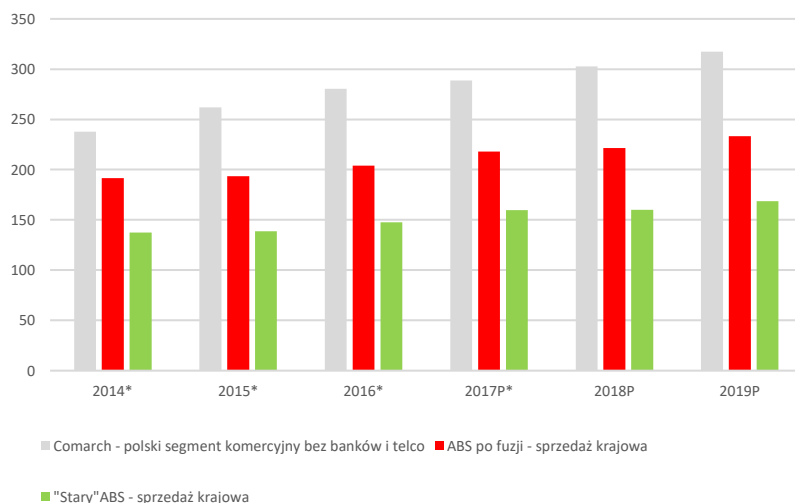
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne wyniki Macrologic [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż Asseco BS po fuzji i przed fuzją na tle sprzedaży Comarchu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

W naszej ocenie po dokonaniu akwizycji Asseco BS będzie w stanie skutecznie rywalizować z dużymi graczami jak np. Comarch. Dotychczas przychody Asseco BS stanowiły około 50% sprzedaży Comarchu kierowanej do krajowych podmiotów komercyjnych (z wyłączeniem finansów i telco).

Wyniki Macrologic za okres 2Q'16 – 1Q'17 na tle Asseco BS i Comarchu [mln PLN]

	Comarch	Asseco BS	Macrologic
Przychody	1111,9	175,4	56,4
Wynik brutto na sprzedaży	329,0	76,9	25,2
EBITDA	155,5	65,9	14,0
EBIT	155,5	55,0	8,5
Zysk netto	72,4	45,5	7,1
Marża brutto	29,6%	43,8%	44,7%
Marża EBITDA	14,0%	37,6%	24,9%
Marża EBIT	14,0%	31,3%	15,1%
Marża netto	6,5%	26,0%	12,6%
P/E	24,5	20,6	15,6
EV/EBITDA	24,5	13,0	7,6

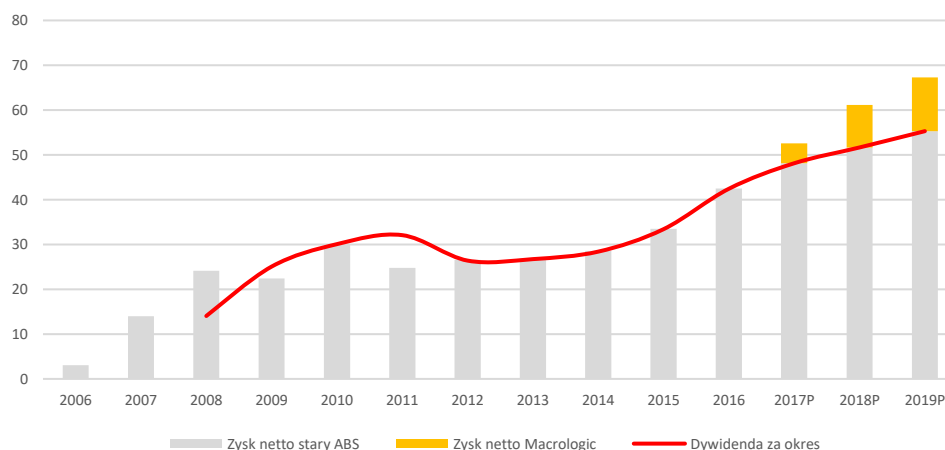
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Przejęcie Macrologic oceniamy pozytywnie. Asseco BS umocni tym samym swoją pozycję konkurencyjną na rynku krajowym. Oba podmioty działają w obszarze aplikacji biznesowych, jednak sprzedają swoje rozwiązania do innych grup klientów. Dzięki temu Asseco BS będzie mogło wejść ze swoją ofertą do nowych odbiorców. Cena w wezwaniu w wysokości 59 PLN za walor implikuje mnożnik EV/EBITDA na poziomie 7,6x. Na tle obecnych wycen Comarchu i Asseco BS wydaje się to być dość atrakcyjną ceną.

POLITYKA DYWIDENDOWA

Asseco Business Solutions jest spółką dywidendową. Po zakończeniu procesu budowy odpowiedniej skali działalności podmiot ten regularnie dzieli się zyskiem rozdzielając go w całości między akcjonariuszy. Pierwsza dywidenda została wypłacona z zysku wypracowanego za 2008 rok czyli po zakończeniu procesu akwizycyjnego. Spodziewamy się wypłat dywidendy również w kolejnych latach, pomimo konieczności zaciągnięcia długu na potrzeby przejęcia Macrologic. Oczekujemy również, że na dywidendy będzie przeznaczany cały zysk wypracowywany przez „stare” Asseco BS. Natomiast zyski z Macrologic posłużą spłacie zobowiązań powstałych w wyniku tej transakcji.

Dywidenda za dany okres na tle zysku netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Prognoza wyników [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	41,3	39,5	41,7	46,2	48,0	41,9	57,7	71,0	168,8	218,6	258,7	279,9
Przychody Macrologic	14,0	12,5	12,0	17,8	14,0	13,1	12,6	18,7	56,3	58,5	61,4	64,5
Przychody stary ABS	41,3	39,5	41,7	46,2	48,0	41,9	45,1	52,3	168,8	187,2	197,3	215,4
Systemy ERP w tym:	38,7	35,5	38,1	42,3	45,3	38,3	41,4	48,3	154,5	173,4	183,1	201,1
Polska	32,7	31,6	33,0	36,2	38,7	32,9	34,3	39,8	133,5	145,7	145,7	154,5
Zagranica	6,0	3,9	5,1	6,1	6,5	5,4	7,1	8,6	21,0	27,6	37,3	46,6
Pozostałe	2,6	4,0	3,7	3,9	2,7	3,6	3,7	3,9	14,2	13,9	14,3	14,3
Wynik brutto na sprzedaży	17,9	15,7	18,7	20,5	22,0	17,9	25,3	32,9	72,8	98,1	115,2	125,6
EBITDA	15,5	13,5	16,4	17,3	18,8	15,1	19,8	24,8	62,6	78,5	91,3	102,9
Macrologic	4,5	2,5	2,5	5,0	4,9	2,9	3,0	4,7	14,5	15,5	19,6	23,3
Stary ABS	15,5	13,5	16,4	17,3	18,8	15,1	16,8	20,1	62,6	70,8	71,7	79,7
Systemy ERP	15,2	13,0	16,0	17,0	18,0	14,6	16,3	19,6	61,1	68,5	70,2	78,1
Pozostałe	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	1,4	1,8	1,5	1,5
EBIT	12,7	10,8	13,6	14,5	16,1	12,3	15,5	20,6	51,6	64,6	74,8	86,3
Zysk brutto	12,9	11,1	13,9	14,7	16,6	12,7	14,9	20,0	52,5	64,3	72,7	84,5
Zysk netto	10,4	8,9	11,2	12,0	13,4	10,3	12,1	16,2	42,5	52,0	58,9	68,5
Marża brutto na sprzedaży	43%	40%	45%	44%	46%	43%	44%	46%	43%	45%	45%	45%
Marża EBITDA	37%	34%	39%	37%	39%	36%	34%	35%	37%	36%	35%	37%
Macrologic	32%	20%	20%	28%	35%	22%	23%	25%	26%	27%	32%	36%
Stary ABS	37%	34%	39%	37%	39%	36%	37%	38%	37%	38%	36%	37%
Systemy ERP	39%	37%	42%	40%	40%	38%	39%	41%	40%	39%	38%	39%
Pozostałe	11%	12%	11%	6%	13%	13%	13%	13%	10%	13%	11%	11%
Marża EBIT	31%	27%	33%	31%	34%	29%	27%	29%	31%	30%	29%	31%
Marża netto	25%	23%	27%	26%	28%	25%	21%	23%	25%	24%	23%	24%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

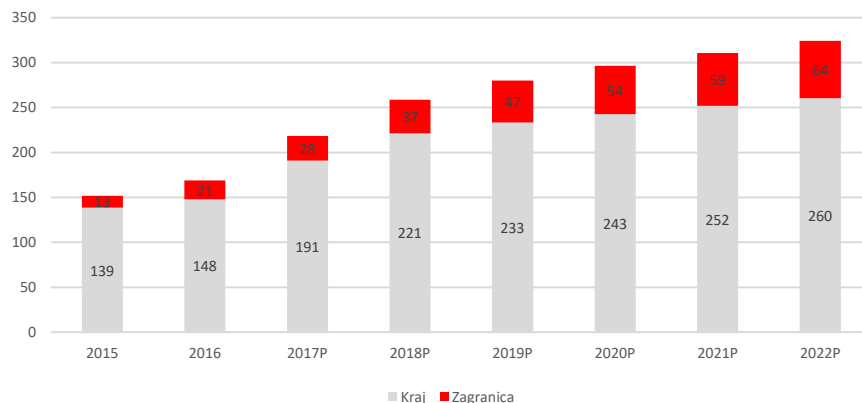
W 2Q'17 spodziewamy się 6,1% wzrostu przychodów za które w głównej mierze ma odpowiadać dywizja eksportowa. W naszej ocenie przełoży się to na 11,4% wyższy EBITDA i 15,6% lepszy zysk netto. Z racji wyraźnej sezonowości na rynku polskim oczekujemy o kilka procent niższej marży brutto na sprzedaży. Powinna ona wzrosnąć dopiero wraz ze zbliżającym się terminem wdrożenia JPK dla małych podmiotów, który przypada na styczeń 2018 roku.

W kolejnych okresach organiczny wzrost wyników powinien być napędzany przez koniunkturę na krajowym rynku systemów ERP. Uważamy, że w 2017 roku w dalszym ciągu będzie odczuwalny wpływ zmian legislacyjnych, co powinno wspierać sprzedaż oprogramowania dla firm. Na fali poprowadzającej się koniunktury w krajowej gospodarce liczymy także na utrzymanie tendencji związanej z rozbudowywaniem już istniejących rozwiązań. Uważamy że powinno przełożyć się to na 9,2% wzrost sprzedaży ERP w Polsce względem 2016 roku. Do końca roku oczekujemy także wzmożonego popytu związanego z wprowadzeniem jednolitego pliku kontrolnego.

W dłuższym terminie wyniki spółki powinny być wspierane przez ekspansję na rynkach zagranicznych. Tam kierowany jest głównie flagowy system – Mobile Touch oraz inne rozwiązania mobilne. Oceniamy, że już w 2Q'17 spółka powróci do kilkudziesięcioprocentowego tempa wzrostu i w kolejnych latach także zostanie utrzymana dwucyfrowa poprawa przychodów.

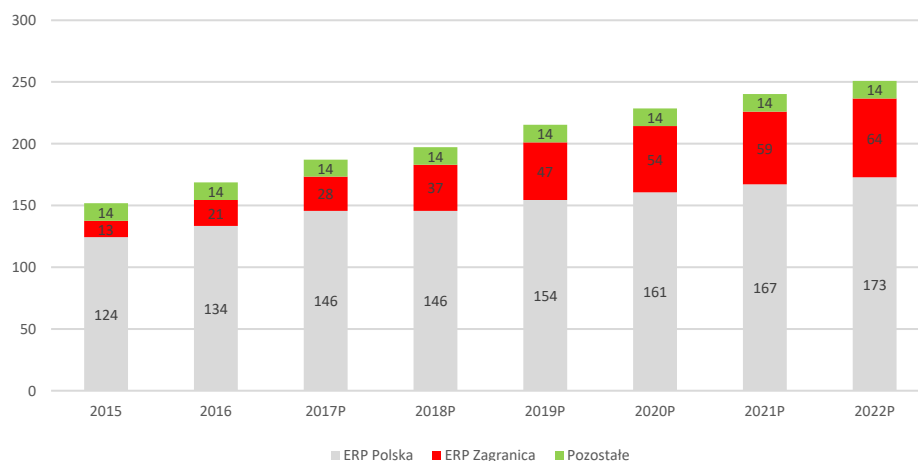
Oczekujemy także wymiernych efektów synergii dzięki fuzji z Macrologic. W wyniku dynamicznego rozwoju na rynkach zagranicznych oraz dobrej koniunktury w Polsce, spółka była zmuszona wyraźnie zwiększyć zatrudnienie. Przejęcie nowego podmiotu może pozwolić Asseco BS na efektywniejsze wykorzystanie dostępnych zasobów i pomóc ograniczyć wzrost kosztów przynajmniej w krótkim terminie. Dodatkowo wzrost skali działalności powinien poprawić pozycję konkurencyjną spółki względem Comarchu.

Geograficzna struktura sprzedaży [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Geograficzna struktura sprzedaży w starym Asseco BS [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Zmiana prognoz względem poprzedniego raportu z uwzględnieniem wyników Macrologic [mln PLN]

	2017P poprzednia	2017P obecna	Zmiana	2018P poprzednia	2018P obecna	Zmiana
Przychody	184,8	218,6	18%	197,6	258,7	31%
Zysk brutto ze sprzedaży	80,1	98,1	22%	86	115,2	34%
EBITDA	67,9	78,5	16%	71,2	91,3	28%
EBIT	56,1	64,6	15%	60,2	74,8	24%
Wynik brutto	57,3	64,3	12%	61,6	72,7	18%
Wynik netto	46,4	52,0	12%	49,9	58,9	18%
Marża brutto	43%	45%		44%	45%	
Marża EBITDA	37%	36%		36%	35%	
Marża EBIT	30%	30%		30%	29%	
Marża netto	31%	29%		31%	28%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana prognoz względem poprzedniego raportu „stare” Asseco BS [mln PLN]

	2017P poprzednia	2017P obecna	Zmiana	2018P poprzednia	2018P obecna	Zmiana
Przychody	184,8	187,2	1%	197,6	197,3	0%
Zysk brutto ze sprzedaży	80,1	84,1	5%	86,0	86,4	0%
EBITDA	67,9	70,8	4%	71,2	71,7	1%
EBIT	56,1	60,0	7%	60,2	61,0	1%
Wynik brutto	57,3	60,0	5%	61,6	61,0	-1%
Wynik netto	46,4	48,6	5%	49,9	49,4	-1%
Marża brutto	43%	45%		44%	44%	
Marża EBITDA	37%	38%		36%	36%	
Marża EBIT	30%	32%		30%	31%	
Marża netto	25%	26%		25%	25%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa Trwałe	194,3	195,9	302,4	302,9	302,9	302,7	302,7	302,9	302,4	302,1	302,1	302,2
Wartości niematerialne i prawne	181,7	181,5	278,2	278,4	278,4	278,3	278,3	278,4	278,2	278,0	278,0	278,1
Rzeczowe aktywa trwałe	10,3	11,7	19,9	20,2	20,1	20,0	20,0	20,1	19,9	19,7	19,8	19,8
Pozostałe aktywa trwałe	2,4	2,7	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Aktywa obrotowe	95,7	105,8	82,1	82,3	92,1	101,6	112,7	124,6	138,3	132,9	135,5	139,2
Zapasy	0,4	0,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8
Należności handlowe	27,0	31,3	39,3	41,4	44,9	47,5	49,8	52,0	54,0	55,9	57,9	59,8
Środki pieniężne	40,7	70,5	36,2	34,3	40,5	47,3	56,0	65,7	77,3	69,9	70,5	72,2
Pozostałe aktywa obrotowe	27,7	3,9	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Aktywa razem	290,0	301,7	384,5	385,3	395,0	404,2	415,4	427,5	440,8	434,9	437,6	441,4
Kapitały własne	265,9	275,0	284,6	294,8	313,9	332,6	353,3	375,0	397,8	401,5	405,2	408,5
Zobowiązania długoterminowe	0,8	0,9	72,8	62,8	52,8	42,8	32,8	22,8	12,8	2,8	1,5	1,5
Zobowiązania finansowe	0,0	0,0	71,3	61,3	51,3	41,3	31,3	21,3	11,3	1,3	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	0,8	0,9	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Zobowiązania krótko terminowe	23,4	25,8	27,2	27,6	28,3	28,8	29,3	29,7	30,2	30,6	31,0	31,4
Zobowiązania finansowe	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	4,6	3,0	9,0	9,5	10,1	10,7	11,1	11,6	12,0	12,4	12,8	13,2
Pozostałe zobowiązania	18,7	22,6	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2
Pasywa razem	290,0	301,7	384,5	385,3	395,0	404,2	415,4	427,5	440,8	434,9	437,6	441,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	151,8	168,8	218,6	258,7	279,9	296,3	310,8	324,2	337,0	348,7	360,8	372,8
EBITDA	51,3	62,6	78,5	91,3	102,9	109,8	115,9	120,6	125,0	128,9	132,9	137,1
EBIT	40,5	51,6	64,6	74,8	86,3	93,2	99,5	104,1	108,5	112,5	116,7	120,8
Saldo działalności finansowej	1,1	0,9	-0,3	-2,1	-1,8	-1,2	-0,7	-0,1	0,5	1,1	1,3	1,4
Wynik brutto	41,6	52,5	64,3	72,7	84,5	92,0	98,8	104,0	108,9	113,6	118,0	122,2
Wynik netto	33,5	42,5	52,0	58,9	68,5	74,5	80,0	84,2	88,2	92,0	95,6	99,0
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	46,5	49,2	53,4	73,7	82,2	88,9	94,5	98,9	103,2	106,8	110,2	113,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-35,0	14,1	-115,2	-17,0	-16,6	-16,4	-16,4	-16,6	-16,1	-16,0	-16,3	-16,4
Przepływy z działalności finansowej	-28,4	-33,4	27,6	-58,6	-59,4	-65,8	-69,3	-72,5	-75,4	-98,2	-93,3	-95,6
Przepływy pieniężne netto	-16,9	29,9	-34,2	-1,9	6,2	6,7	8,7	9,7	11,6	-7,4	0,6	1,7
Środki pieniężne na początek okresu	57,4	40,7	70,4	36,2	34,3	40,5	47,3	56,0	65,7	77,3	69,9	70,5
Środki pieniężne na koniec okresu	40,7	70,4	36,2	34,3	40,5	47,3	56,0	65,7	77,3	69,9	70,5	72,2

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	4,7%	11,1%	29,5%	18,4%	8,2%	5,9%	4,9%	4,3%	4,0%	3,5%	3,5%	3,3%
EBITDA zmiana r/r	11,3%	22,0%	25,3%	16,4%	12,7%	6,7%	5,6%	4,0%	3,7%	3,1%	3,1%	3,2%
EBIT zmiana r/r	18,2%	27,6%	25,1%	15,9%	15,3%	8,0%	6,8%	4,6%	4,2%	3,7%	3,7%	3,5%
Zysk netto zmiana r/r	17,3%	26,8%	22,3%	13,3%	16,3%	8,8%	7,4%	5,2%	4,8%	4,2%	3,9%	3,5%
Marża brutto na sprzedaży	39,6%	43,2%	44,9%	44,5%	44,9%	44,7%	44,5%	44,4%	44,3%	44,2%	44,1%	44,0%
Marża EBITDA	33,8%	37,1%	35,9%	35,3%	36,8%	37,1%	37,3%	37,2%	37,1%	37,0%	36,8%	36,8%
Marża EBIT	26,6%	30,6%	29,5%	28,9%	30,8%	31,5%	32,0%	32,1%	32,2%	32,3%	32,3%	32,4%
Marża netto	22,1%	25,2%	23,8%	22,8%	24,5%	25,1%	25,8%	26,0%	26,2%	26,4%	26,5%	26,6%
COGS / przychody	60,4%	56,8%	55,1%	55,5%	55,1%	55,3%	55,5%	55,6%	55,7%	55,8%	55,9%	56,0%
SG&A / przychody	13,1%	12,6%	15,5%	15,7%	14,1%	13,3%	12,5%	12,3%	12,1%	12,0%	11,8%	11,6%
SG&A / COGS	21,8%	22,2%	28,2%	28,2%	25,6%	24,0%	22,6%	22,1%	21,8%	21,4%	21,1%	20,8%
ROE	12,6%	15,5%	18,3%	20,0%	21,8%	22,4%	22,7%	22,5%	22,2%	22,9%	23,6%	24,2%
ROA	11,6%	14,1%	13,5%	15,3%	17,3%	18,4%	19,3%	19,7%	20,0%	21,2%	21,8%	22,4%
Dług	0,0	0,2	71,3	61,3	51,3	41,3	31,3	21,3	11,3	1,3	0,0	0,0
D/(D+E)	0,0%	0,1%	20,0%	17,2%	14,1%	11,1%	8,1%	5,4%	2,8%	0,3%	0,0%	0,0%
D/E	0,0%	0,1%	25,1%	20,8%	16,4%	12,4%	8,9%	5,7%	2,9%	0,3%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-65,9	-70,3	35,1	27,0	10,8	-5,9	-24,6	-44,4	-66,0	-68,6	-70,5	-72,2
Dług netto / Kapitał własny	-0,2	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Dług netto / EBITDA	-1,3	-1,1	0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Dług netto / EBIT	-1,6	-1,4	0,5	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
EV	869,8	865,4	970,8	962,7	946,5	929,8	911,1	891,3	869,7	867,2	865,2	863,5
Dług / EV	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CAPEX/Przychody	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
CAPEX/Amortyzacja	1,0	1,1	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Amortyzacja/Przychody	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana KO / Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-49,7	52,0	10,1	9,2	35,8	37,2	39,7	40,8	41,9	44,8	46,4	47,6

Wskaźniki rynkowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	6,0	5,4	4,2	3,5	3,3	3,1	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4
P/E	27,2	21,4	17,5	15,5	13,3	12,2	11,4	10,8	10,3	9,9	9,5	9,2
P/CE	20,5	17,0	13,8	12,1	10,7	10,0	9,4	9,0	8,7	8,4	8,1	7,9
EV/EBITDA	16,5	13,4	12,1	10,3	9,0	8,2	7,6	7,2	6,8	6,5	6,3	6,1
EV/EBIT	20,9	16,3	14,7	12,5	10,7	9,7	8,9	8,3	7,8	7,5	7,2	6,9
EV/S	5,6	5,0	4,3	3,6	3,3	3,1	2,9	2,7	2,5	2,4	2,3	2,3
BVPS	8,0	8,2	8,5	8,8	9,4	10,0	10,6	11,2	11,9	12,0	12,1	12,2
EPS	1,0	1,3	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4	2,5	2,6	2,8	2,9	3,0
CEPS	1,3	1,6	2,0	2,3	2,5	2,7	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4
Dywidenda [mln PLN]	28,4	33,4	42,4	48,6	49,4	55,8	59,3	62,5	65,4	88,2	92,0	95,6
DPS	0,9	1,0	1,3	1,5	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0	2,6	2,8	2,9
Dywid	3%	4%	5%	5%	5%	6%	7%	7%	7%	10%	10%	10%
Payout ratio	99,4%	99,7%	99,8%	93,5%	83,9%	81,5%	79,7%	78,2%	77,7%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	Godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	33,1	Akumuluj	24,6	07.06.2017	09:30 CEST	27,8	60 700
Akumuluj	24,6	-	-	20.12.2016	11:50 CEST	21,8	51 410

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'17:

Kupuj	6	35%
Akumuluj	6	35%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	4	24%
Sprzedaj	1	6%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariuszy. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 07.06.2017 roku (09:30 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 12.06.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 07.06.2017 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych..

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.