



Dom Maklerski BDM S.A.

ASSECO POLAND

RAPORT ANALITYCZNY

Informacja o złożeniu przez Asseco Poland oferty na obsługę KSI w ZUS o 132 mln PLN droższej niż Comarch odbieramy z zaskoczeniem. Dotychczas to Asseco było faworytem w tym przetargu, ponieważ system KSI jest autorskim rozwiązaniem Prokomu, przejętego w 2007 przez Asseco. Cena zaoferowana przez Asseco Poland była zbliżona do budżetu zamawiającego w wysokości 374 mln PLN. Utrata tak istotnego kontraktu, który w ostatnich latach generował ponad 100 mln PLN przychodów rocznie może negatywnie odbić się na przyszłych wynikach spółki. Dlatego, pomimo spodziewanego ożywienia w sektorze administracji publicznej i bankowości, obniżamy nasze zalecenie dla Asseco Poland do „trzymaj” ustalając cenę docelową na poziomie 47,1 PLN.

Oczekiwana poprawa koniunktury w sektorach kluczowych dla Asseco Poland, jak np. ochrona zdrowia, mocno przesunęła się w czasie. Odbiło się to na dalszej erozji portfela zamówień w polskim sektorze publicznym. Oddala się także wizja dużych przetargów ze strony sektora energetycznego. PGE postanowiła samodzielnie budować swój system billingowy, a zlecenia kierowane do firm zewnętrznych będą raczej niewielkie. Niektóre projekty publiczne także mają być realizowane zasobami własnymi, co mocno uszczupliło rynek dla firm informatycznych. Przykładem może być centralny rejestr faktur, który Ministerstwo Finansów chce zrealizować przy użyciu własnych informatyków. Rodzi to zwiększony popyt na usługi outsourcingowe, które jednak nie leżą w zainteresowaniu wiodących graczy jak np. Asseco i Comarch. W najbliższym czasie można oczekiwać na przetargi w ochronie zdrowia. Kolejne województwa uruchamiają środki na inwestycje w szpitalach. Ostatnio było to 160 mln PLN w województwie podkarpackim. Część tych środków powinna trafić na informatyzację jednostek ochrony zdrowia.

Pomimo zakładanej lepszej koniunktury w administracji publicznej, poziom dywidendy w kolejnych latach pozostaje niewiadomą. W 2018 roku powinna być ona zbliżona do tej z 2017 roku. Dzięki sprzedaży 20% udziałów w Formula Systemss, Asseco Poland dostanie ponad 360 mln PLN gotówki. W przypadku podpisania przez ZUS umowy z Comarchem, przez blisko rok Asseco będzie świadczyło usługi wsparcia podczas przejmowania obowiązków przez nowego dostawcę usług. Natomiast w kolejnych latach wypłacanie dywidendy równej całości zysku netto jest mocno wątpliwe. Asseco BS będzie zapewne redukowało zadłużenie zaciągnięte na potrzeby przejęcia Macrologic. Natomiast Asseco SEE prowadzi projekt w związku z rozwojem na rynku płatności. Dlatego od 2019 roku należy liczyć się z mocnym ograniczeniem wysokości dywidend. Ponadto zwracamy uwagę na to, iż obecny kontrakt na KSI dotyczył tylko utrzymania. Przetarg na rozwój będzie osobnym przetargiem jeśli w ogóle się odbędzie. Przedstawiciele ZUS sygnalizowali już potrzebę budowy nowego systemu i na razie nie zdecydowali się na przetarg związany z rozwojem obecnego.

TRZYMAJ
(POPRZEDNIO AKUMULUJ)

WYCENA 47,1 PLN

25 WRZESIEŃ 2017, 12:49 CEST

Wycena DCF [PLN]	47,2
Wycena porównawcza [PLN]	47,0
Wycena końcowa [PLN]	47,1
Potencjał do wzrostu / spadku	-0,4%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	47,30
Kapitalizacja [mln PLN]	3 925,9
Ilość akcji [mln. szt.]	83,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	57,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	44,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-4,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-12,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-11,4%
Struktura akcjonariatu:	
Aviva OFE	14,2%
Adam Góral	9,7%
PZU OFE	5,2%
NN OFE	5,0%
Pozostali	65,9%

Marek Jurzec

tel. (032) 20-81-435

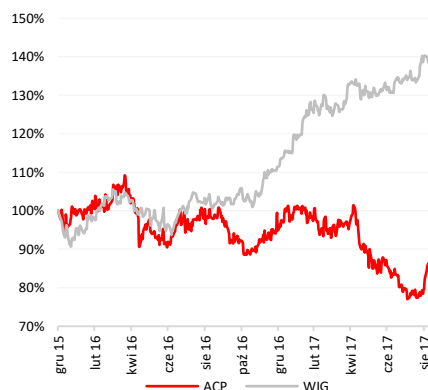
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	7 256,2	7 932,0	6 542,0	3 800,4	3 846,7	3 970,4
EBITDA [mln PLN]	1 007,7	1 069,5	797,5	580,4	561,9	583,7
EBIT [mln PLN]	745,2	769,4	550,5	402,4	384,5	406,8
Wynik netto [mln PLN]	365,5	301,3	255,7**	260,2	240,0	260,1
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
P/E	10,7	13,0	15,4	15,1	16,4	15,1
EV/EBITDA	3,9	4,0	5,0	6,8	6,8	6,4
EV/EBITDA skorygowany*	7,6	6,8	8,7	8,4	8,6	8,1
EV/EBIT	5,2	5,6	7,2	9,8	10,0	9,2
EV/EBIT skorygowany*	9,5	9,8	14,7	12,1	12,8	11,9

*mnożniki zostały skorygowane o udziały mniejszości **wynik oczyszczony o efekt sprzedaży Formula Systems



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	11
WYNIKI ZA 2Q'17.....	12
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY	21
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	24

PODSUMOWANIE

Wyceny Asseco Poland 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 47,0 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 47,2 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 47,1 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	47,2
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	47,0
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		47,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przejęciowe problemy Sapiensa oraz słaba koniunktura na polskim rynku zamówień publicznych znalazły swoje odzwierciedlenie w wynikach Asseco Poland za 1H'17. Powstałych ubytków nie udało się zapełnić satysfakcjonującymi wynikami w pozostałych obszarach. Nieźle radził sobie sektor przedsiębiorstw w Polsce oraz Europie środkowej. Poprawę odnotowało także Asseco SEE oraz pozostałe spółki izraelskie. Z dekonunkturą w administracji publicznej Asseco Poland miało do czynienia już w 2016 roku. Jednak w 4Q'16 zlecenia mocno ograniczył ZUS, a na przełomie 1 i 2Q'17 spółka zakończyła realizację jednego projektu w ARiMR. W 3Q'17 wyniki mogą być jeszcze pod presją niskich zleceń z ZUS (spadek zysku netto o 26% r/r). W 4Q'17 oczekujemy jednak stabilizacji i wynik przypadający akcjonariuszom Asseco Poland powinien ulec 6,4% poprawie w ujęciu r/r

W kolejnych okresach wyniki Asseco Poland mogą być pod presją prawdopodobnej utraty kontraktu na utrzymanie KSI w ZUS. Różnica w cenach zaproponowanych przez Comarch i Asseco Poland jest na tyle duża, że według nas są małe szanse aby konkurs został rozstrzygnięty na korzyść dotychczasowego wykonawcy. Utrata tego projektu negatywnie odbiłaby się na wynikach Asseco Poland, choć nie nastąpi to od razu. Przez blisko rok spółka będzie uczestniczyć w stopniowym przejmowaniu obowiązków przez nowego wykonawcę. Na razie w Asseco zostanie jeszcze umowa na rozwój obecnego systemu informatycznego w ZUS. Jednak w perspektywie kilku lat jego istnienie może być zagrożone, ponieważ wysocy rangą przedstawiciele ZUS zapowiadają budowę zupełnie nowego systemu. W krótkim terminie może być to paradoksalnie dobra informacja dla Asseco. Mając w perspektywie budowę nowego systemu, ZUS zapewne zrezygnuje z rozpisywania nowego przetargu na rozwój KSI na rzecz aneksu z dotychczasowym wykonawcą. Jednak w dłuższym terminie może to oznaczać dalszy spadek rentowności biznesu Asseco.

Czynnikiem, który na szansę częściowo zneutralizować negatywny wpływ powinna być poprawa w obszarze ochrony zdrowia. Na rynku już czuć niewielkie ożywienie, jednak nie ma ono jeszcze istotnego przełożenia na wyniki raportowane przez spółki informatyczne. Dzięki problemom mniejszych podmiotów, większe spółki mogą częściowo przejąć rynek po nich. Mamy tu na myśli zarówno ochronę zdrowia, w której Asseco ma dominującą pozycję jak i inne obszary np. smart city. Jeśli chodzi o projekty dotyczące systemów dedykowanych to tutaj rynek według nas będzie niż miało to miejsce podczas poprzedniej perspektywy finansowej UE. Nowe podejście administracji rządowej do projektów informatycznych zakłada budowę systemów za pomocą własnych zasobów. Taka polityka została przyjęta między innymi przy budowie systemu bilingowego dla PGE, czy budowie centralnego rejestru faktur.

Bardzo dobrze powinien sobie radzić także sektor komercyjny. Widzimy duże szanse, będące rezultatem zmian legislacyjnych, jakie następują w związku z poprawą ściągalności podatków. W poprzednich okresach zauważalnie poprawiła się sytuacja Asseco BS, które skorzystało na wprowadzeniu Jednolitego Pliku Kontrolnego. W 4Q'17 wyniki tej spółki także powinny wesprzeć skonsolidowany rezultat całej grupy. Spodziewamy się wyższej sprzedaży systemów ERP do małych podmiotów. Najbliższe okresy powinny być także pozytywne dla segmentu bankowo-finansowego. Regulacje dotyczące tzw. podzielonej płatności mogą wymusić na bankach znaczne modyfikacje w swoich systemach. Według nas to pozytywna informacja dla firm informatycznych ponieważ stworzy ona dodatkowy popyt na rozwiązania IT dla banków.

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

- Oczekujemy stabilizacji wyników 2018 roku głównie za sprawą ożywienia w sektorze publicznym, oraz poprawy koniunktury w sektorze bankowo-finansowym. Powinno to zneutralizować mniejsze zamówienia ze strony ZUS oraz niższe udziały w Formula Systems. Dodatkowo niska baza w spółkach izraelskich z 1H'17 zneutralizuje według nas efekt utraty udziałów widoczny w wynikach Asseco.
- W 2019 roku oczekujemy utrzymania pozytywnej koniunktury zarówno w segmencie komercyjnym (banki, przedsiębiorstwa) oraz w administracji publicznej. Jednak z uwagi na bardzo prawdopodobną utratę kontraktu na utrzymanie KSI w ZUS zakładamy spadek EBITDA o 3,2% r/r.
- Z powodu obecnego podejścia administracji rządowej do projektów informatycznych. Asseco może według nas liczyć na nowe zlecenia w ochronie zdrowia oraz w obszarze samorządów na szczeblu administracji centralnej będą to raczej mniejsze zlecenia, jak np. ostatnie od Ministerstwa Sprawiedliwości za 14 mln PLN.
- W dłuższej perspektywie oczekujemy realizacji zapowiadanej przez ZUS budowy nowego systemu informatycznego. Według nas w razie wyczerpania zakresu obecnej umowy ramowej na rozwój KSI ZUS podpisze aneks z obecnym wykonawcą. W obliczu wdrożenia nowego rozwiązania, ZUS nie zdecyduje się według nas na nowy przetarg na utrzymanie KSI.
- W okresie rezydualnym Capex = Amortyzacja
- Poziom kapitału obrotowego został obliczony na podstawie historycznych wskaźników obrotowości poszczególnych spółek z grupy Asseco.
- Do obliczeń przyjęliśmy prognozowany poziom długu netto na koniec 2017 roku, który korygujemy o udziały w Formula Systems wycenione po cenie rynkowej.
- Efektywna stopa podatkowa wynosi 22%
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,5%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 83,0 mln akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 1 stycznia 2018 roku.

Wycena jednej akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 47,2 PLN.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	3 800,4	3 846,7	3 970,4	4 092,3	4 216,3	4 343,1	4 472,1	4 605,1	4 741,4	4 881,8
EBIT [mln PLN]	402,4	384,5	406,8	426,0	447,4	459,3	473,6	488,5	503,5	518,9
Stopa podatkowa	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Podatek od EBIT [mln PLN]	88,5	84,6	89,5	93,7	98,4	101,0	104,2	107,5	110,8	114,2
NOPLAT [mln PLN]	313,9	299,9	317,3	332,3	349,0	358,3	369,4	381,0	392,7	404,8
Amortyzacja [mln PLN]	178,0	177,4	176,9	175,9	175,8	176,3	176,0	176,1	176,2	176,6
CAPEX [mln PLN]	-178,8	-165,5	-169,7	-170,8	-175,5	-175,9	-177,0	-176,2	-177,4	-177,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	18,2	-6,6	-19,5	-19,3	-19,6	-20,1	-20,5	-21,1	-21,7	-22,3
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	331,3	305,3	305,0	318,2	329,7	338,6	347,9	359,8	369,8	381,1
DFCF [mln PLN]	305,3	259,1	238,2	228,6	217,8	205,5	193,9	184,1	173,6	164,1
Suma DFCF [mln PLN]	2 170,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	5 175,9									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	2 229,3	Wzrost w okresie rezydualnym				+1,5%				
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 399,4									
Dług netto [mln PLN]	-534,9									
Udział mniejszości [mln PLN]	1 019,5									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	3 914,8									
liczba akcji [mln szt.]	83,0									
Wartość na akcje [PLN]	47,2									

Przychody zmiana r/r	-41,9%	1,2%	3,2%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBIT zmiana r/r	-26,9%	-4,4%	5,8%	4,7%	5,0%	2,6%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
FCF zmiana r/r	-74,7%	-7,8%	-0,1%	4,3%	3,6%	2,7%	2,8%	3,4%	2,8%	3,0%
Marża EBITDA	15,3%	14,6%	14,7%	14,7%	14,8%	14,6%	14,5%	14,4%	14,3%	14,2%
Marża EBIT	10,6%	10,0%	10,2%	10,4%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Marża NOPLAT	8,3%	7,8%	8,0%	8,1%	8,3%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
CAPEX / Przychody	4,7%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,0%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%
CAPEX / Amortyzacja	100,4%	93,3%	96,0%	97,1%	99,8%	99,8%	100,6%	100,0%	100,7%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	-0,5%	0,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,7%	14,2%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%

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	90,3%	91,4%	92,7%	93,9%	95,1%	96,3%	97,5%	98,7%	99,8%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Udział kapitału obcego	9,7%	8,6%	7,3%	6,1%	4,9%	3,7%	2,5%	1,3%	0,2%	0,0%
WACC	8,5%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	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								
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
Beta	0,7	46,9	48,5	50,3	52,3	54,6	57,3	60,4	64,1	68,5
	0,8	43,9	45,3	46,8	48,6	50,5	52,7	55,3	58,3	61,9
	0,9	41,3	42,5	43,8	45,3	46,9	48,8	50,9	53,4	56,3
	1	38,9	40,0	41,1	42,4	43,8	45,4	47,2	49,2	51,6
	1,1	36,8	37,7	38,7	39,8	41,0	42,3	43,9	45,6	47,6
	1,2	34,8	35,6	36,5	37,4	38,5	39,6	40,9	42,4	44,1
	1,3	33,0	33,7	34,5	35,3	36,2	37,2	38,3	39,6	41,0

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								
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
Premia za ryzyko	3%	50,2	52,0	54,1	56,6	59,3	62,6	66,4	71,0	76,7
	4%	43,9	45,3	46,8	48,6	50,5	52,7	55,3	58,3	61,9
	5%	38,9	40,0	41,1	42,4	43,8	45,4	47,2	49,2	51,6
	6%	34,8	35,6	36,5	37,4	38,5	39,6	40,9	42,4	44,1
	7%	31,3	32,0	32,6	33,4	34,2	35,0	36,0	37,1	38,3
	8%	28,4	28,9	29,4	30,0	30,6	31,3	32,0	32,9	33,8
	9%	25,9	26,3	26,7	27,2	27,7	28,2	28,8	29,4	30,1

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%	80,6	75,3	70,6	66,4	62,7	59,3	56,3	53,5	50,9
	4%	69,2	63,9	59,3	55,3	51,8	48,6	45,8	43,2	40,9
	5%	60,4	55,3	50,9	47,2	43,9	40,9	38,3	36,0	33,9
	6%	53,5	48,6	44,5	40,9	37,9	35,2	32,8	30,7	28,8
	7%	47,9	43,2	39,3	36,0	33,2	30,7	28,5	26,5	24,8
	8%	43,2	38,8	35,2	32,0	29,4	27,1	25,0	23,2	21,6
	9%	39,3	35,2	31,7	28,8	26,3	24,1	22,2	20,6	19,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

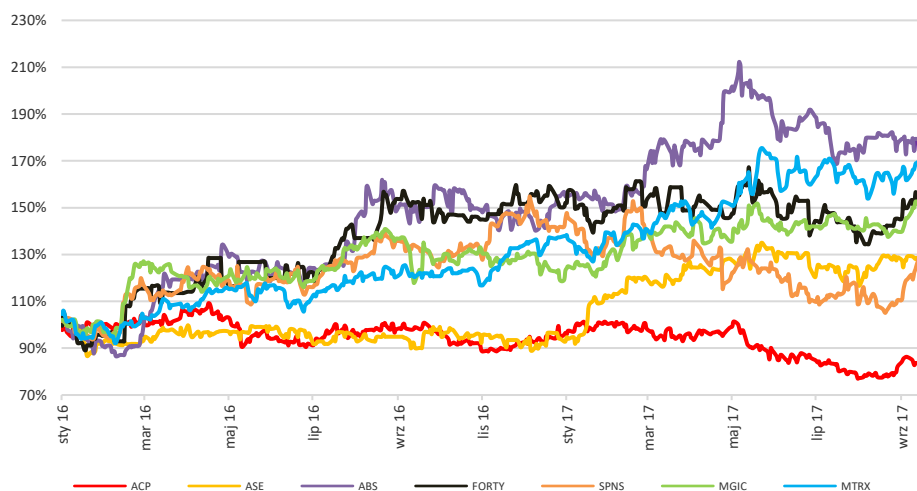
Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2018 -2019 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe i zagraniczne, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Asseco Poland. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E i EV/EBITDA. Dla każdego mnożnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku obu wskaźników, dla każdego roku przyjęliśmy 50% wagę. Wycena metodą porównawczą sugeruje wycenę jednej akcji na poziomie 47,0 PLN.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Atende	15,6	9,6	9,3	8,8	6,0	5,5
Comp	26,5	7,4	6,8	10,8	5,4	4,8
Asseco BS	18,3	15,0	13,1	12,3	9,8	8,7
Assesco SEE	11,2	10,7	10,2	5,6	5,1	4,8
Comarch	20,0	17,6	12,3	10,2	7,5	5,9
Wasko	14,9	9,8	9,0	4,9	4,4	4,1
Diebold Nixdorf	22,1	18,5	17,6	11,1	10,0	9,5
IBM	10,4	10,6	10,5	8,7	8,4	8,4
SAP	23,3	21,1	19,2	15,5	13,8	12,7
Microsoft	0,0	23,4	20,9	0,0	12,8	11,6
Capgemini	16,7	15,5	14,4	10,6	9,6	8,7
Oracle	0,0	16,0	15,0	0,0	10,5	9,7
Indra Sistemas	19,5	13,6	11,6	11,2	8,6	7,4
Software	18,1	17,1	15,9	10,9	9,9	8,9
Sage Group	23,5	21,2	19,6	16,2	14,1	12,9
Atos	15,6	14,2	13,2	8,0	7,2	6,4
Accenture	23,6	21,8	20,5	14,7	13,6	13,2
Mediana wszystkie powyższe spółki	18,3	15,5	13,2	10,8	9,6	8,7
Mediana Podmioty krajowe	16,9	10,2	9,7	9,5	5,7	5,2
Mediana podmioty zagraniczne	17,4	16,5	15,4	10,8	10,2	9,3
Asseco Poland	13,0	15,4	15,1	6,8	8,7	8,4
Premia/dyskonto do mediany (wszystkie podmioty)	-28,8%	-1,1%	14,2%	-37,2%	-9,8%	-3,6%
Premia dyskonto do podmiotów krajowych	-23,1%	49,9%	54,7%	-28,4%	52,4%	60,9%
Premia dyskonto do podmiotów zagranicznych	-25,0%	-7,1%	-2,1%	-37,0%	-14,9%	-10,4%
Wycena wg wskaźnika	56,4	48,7	38,2	58,8	54,3	46,9
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena wg wskaźników		43,4			50,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	47,0					

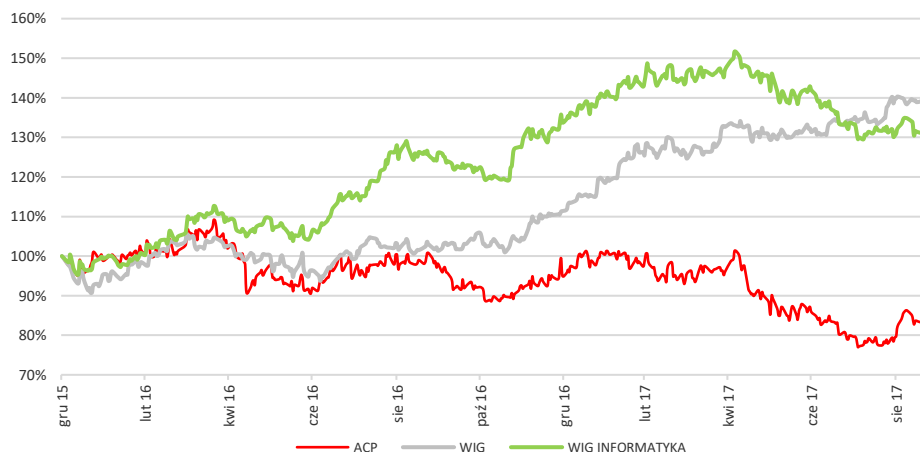
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółki

Wykres Asseco Poland na tle spółek zależnych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

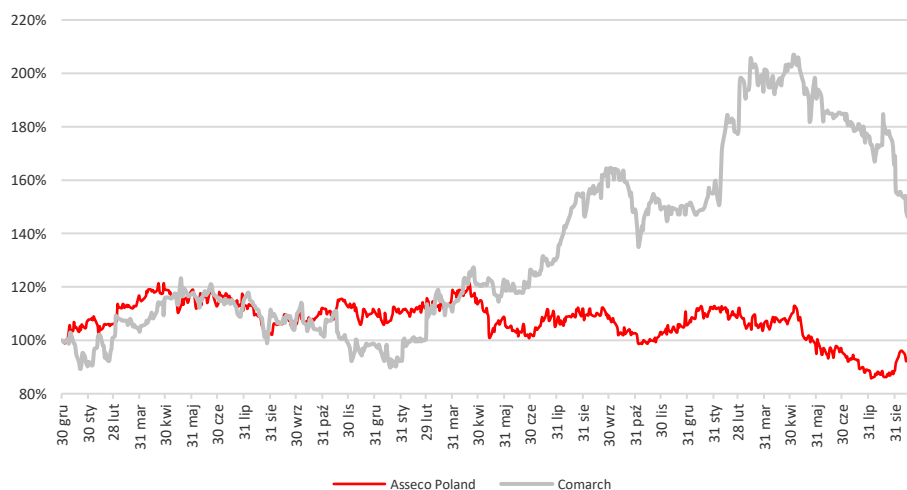
Wykres Asseco Poland na tle indeksu WIG i WIG INFORMATYKA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

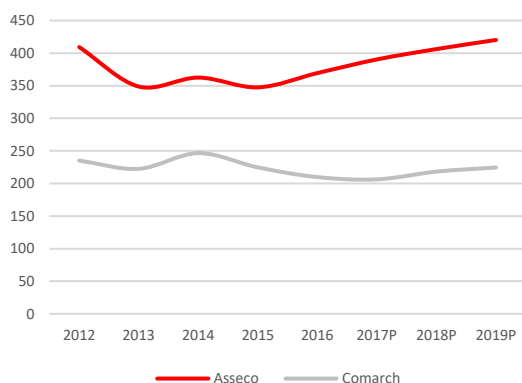
ASSECO POLAND NA TLE COMARCHU

Wykres Asseco Poland na tle Comarchu



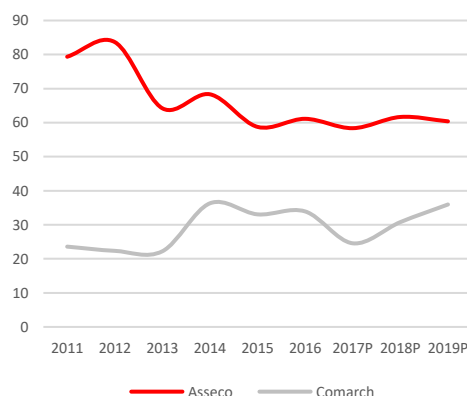
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Skonsolidowane przychody na pracownika w Asseco* i w Comarchu [tys. PLN]



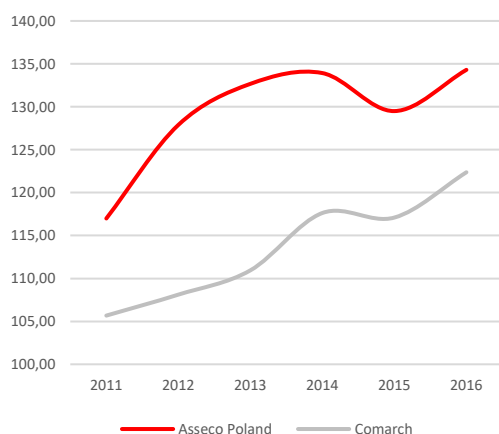
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki *bez Formula Systems

Skonsolidowany EBITDA na pracownika w Asseco* i w Comarchu [tys. PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki *bez Formula Systems

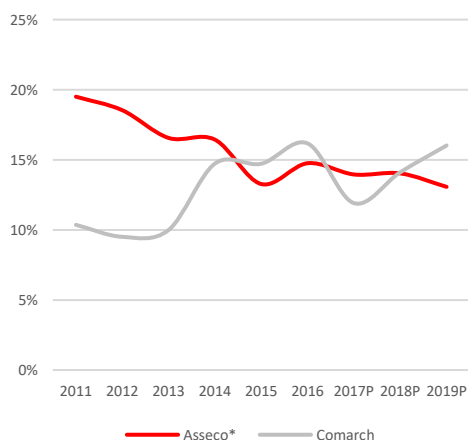
Fundusz płac na pracownika w Asseco Poland i Comarchu w ujęciu Jednostkowym [tys. PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

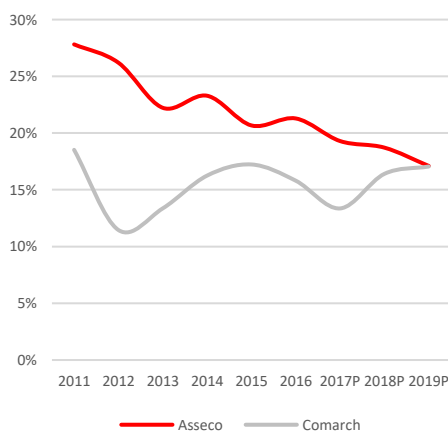
W Asseco Poland koszt jednego pracownika jest około 10% wyższy niż w Comarchu. Wynika to z odmiennej polityki zatrudnienia tych podmiotów. Comarch nowe zasoby pozyskuje za pomocą programów stażowych, co zaniża średni poziom wynagrodzeń. Dotychczas Asseco cechowało się wyższą produktywnością kadry pracowniczej. Jeśli chodzi o przychody na pracownika, to wynikało to częściowo z tego, że po wyłączeniu wyników Formula Systems rozwiązania firm trzecich stanowiły większy udział w sprzedaży niż w przypadku Comarchu. Ponadto Asseco realizowało atrakcyjne marżowo kontrakty z administracją publiczną oraz spółkami Skarbu Państwa. Po utracie kontraktu dla PZU, EBITDA na jednego pracownika skurczyła się o ponad 20%. Ubytek po utracie ZUS powinien być zapełniony przez nowe zlecenia z sektora publicznego. Według nas nie pomoże to jednak zahamować erozji marż.

Marża EBITDA Asseco i Comarchu



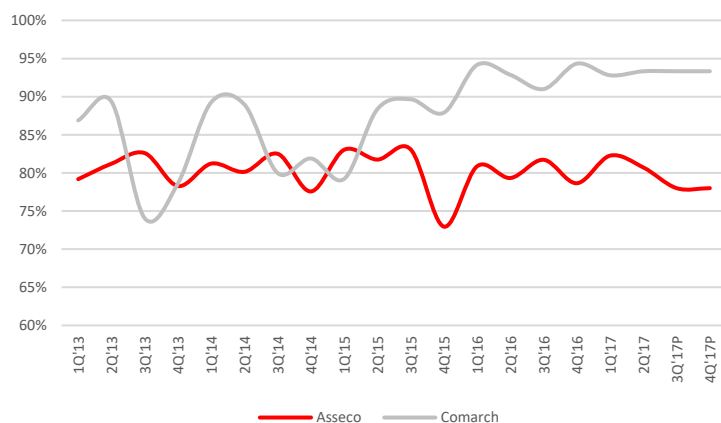
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki * Marża grupy Asseco została skorygowana o wyniki przypadające na akcjonariuszy mniejszościowych.

Marża EBITDA Asseco i Comarchu generowana na rynku polskim



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

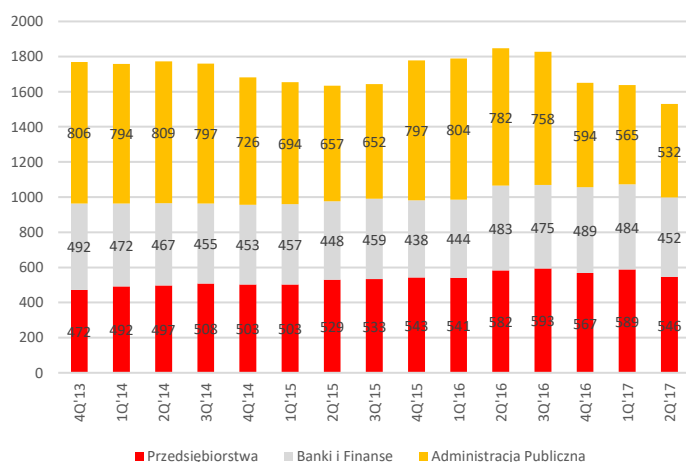
Udział rozwiązań własnych w skonsolidowanej sprzedaży Comarchu i Asseco Poland



Rozwiązania własne odpowiadają za większość sprzedaży Asseco Poland, podobnie jak ma to miejsce w Comarchu. Jednak w przypadku Comarchu w ostatnich dwóch latach było to powyżej 90% sprzedaży. W Asseco ta proporcja kształtowała się mniej korzystnie, a po sprzedaży udziałów w Formula Systemss udział oprogramowania i usług własnych w sprzedaży może trwale spaść poniżej 80%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

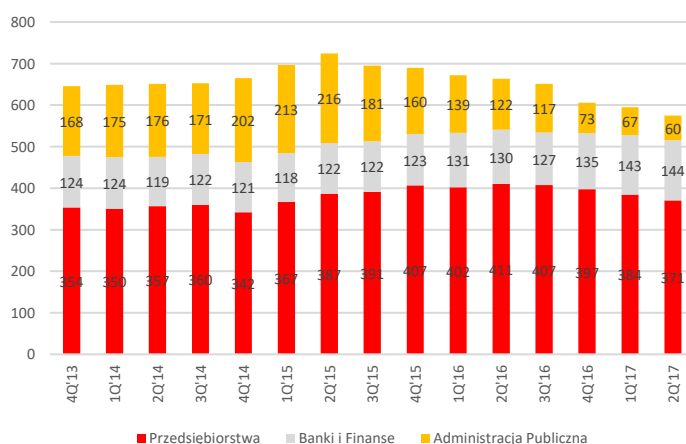
Sprzedaż Asseco Poland na rynku w 12 miesięcznych okresach [mln PLN]



Asseco jest bardziej od Comarchu uzależnione od kontraktów z administracją publiczną, która historycznie najmocniej kontrybuowała do wyników na rynku polskim. W ostatnich okresach Asseco negatywnie odczuwa dekonunkturę na tym rynku.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Sprzedaż Comarchu na rynku w 12 miesięcznych okresach [mln PLN]



Comarch większość sprzedaży kieruje do przedsiębiorstw. Na skutek braku przetargów publicznych udział administracji publicznej w przychodach Comarchu został zmarginalizowany.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Utrata kontraktu na obsługę KSI w ZUS.** W przetargu na utrzymanie KSI w ZUS przez kolejne 4 lata Asseco złożyło dopiero drugą cenę. Rozdźwięk między ofertą Comarchu i Asseco jest na tyle duży, że utrata tego kontraktu jest prawdopodobna.
- **Zmiana w podejściu do przetargów publicznych.** Obecna administracja rządowa komunikuje chęć tworzenia rozwiązań informatycznych za pomocą własnych zasobów, bądź wynajmowanych pracowników. Dotyczy to zarówno organów administracji publicznej jak i spółek skarbu państwa. Takie podejście stwarza ryzyko znacznego uszczuplenia rynku informatycznego względem poprzednich lat.
- **Ryzyko walutowe.** Asseco Poland prowadzi większość swojej działalności na rynkach zagranicznych, przez co wyniki są uzależnione od kursów walutowych. Większość przychodów realizowana jest w USD oraz EUR, natomiast koszty ponoszone są głównie w PLN oraz NIS.
- **Ryzyko zmian przepisów prawnych.** Popyt na niektóre rozwiązania produkowane przez podmioty wchodzące w skład grupy kapitałowej jest czasem uzależniony od aktualnych przepisów prawnych obowiązujących w danym kraju. Zmiany w tym zakresie mogą powodować, że sprzedaż na niektórych rynkach może różnić się w poszczególnych okresach.
- **Ryzyko polityczne.** W niektórych krajach Asseco posiada znaczną ekspozycję na rynek administracji publicznej. Stwarza to ryzyko, że popyt na produkty spółki może być uzależniony od decyzyjności urzędników.
- **Niedobór wykwalifikowanej kadry.** Rozwój branży informatycznej na świecie powoduje stały wzrost popytu na wykwalifikowanych programistów, co powoduje ich stały niedobór na rynku pracy. Jest się to podłożem do permanentnej presji na podwyżki płac, co może skutkować generowaniem niższych marż.
- **Struktura holdingowa.** Cechą charakterystyczną dla Asseco Poland jest strategia działania poprzez federację spółek o dużym stopniu niezależności. W rezultacie znaczna część skonsolidowanego wyniku przypada na akcjonariuszy mniejszościowych. Dlatego wzrost portfela zamówień, a nawet skonsolidowanych wyników operacyjnych nie zawsze musi mieć swoje odzwierciedlenie w wyniku przypadającym na akcjonariuszy Asseco Poland.
- **Ryzyko kar umownych.** Asseco Poland podpisując umowy na realizację dużych i złożonych projektów informatycznych, jest narażone na występowanie nieprzewidzianych zdarzeń. Finalnie może przełożyć się na występowanie opóźnień w ich realizacji i nałożenie na spółkę kar umownych.
- **Konsolidacja sektora bankowego.** Asseco Poland i spółki zależne znaczną część sprzedaży kierują do sektora bankowego oferując min. systemy centralne. Konsolidacja podmiotów w tym obszarze powoduje, że zmniejsza się baza klientów, a podmioty przejmowane będą przechodzić na systemy, z których korzystają spółki matki. Często jest to oprogramowanie konkurentów Asseco.
- **Presja na marże.** Intensywny rozwój usług informatycznych oraz rosnąca konkurencja stwarza presję na obniżkę cen rozwiązań IT. Może się to negatywnie odbijać na rentowności biznesu i stwarza konieczność ponoszenia znacznych nakładów na badania i rozwój, które przejściowo mogą negatywnie odbijać się na generowanych wynikach.

WYNIKI ZA 2Q'17

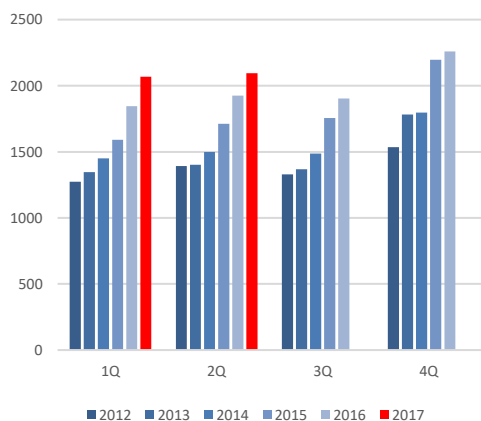
Asseco Poland nie zaliczy 2Q'17 do udanych. Pomimo wzrostu skonsolidowanych przychodów spadł EBITDA i zysk netto przypadający akcjonariuszom Asseco Poland. Był to drugi kwartał z rzędu z niższym EBITDA w ujęciu r/r. Zaistniała sytuacja jest rezultatem problemów Sapiensa wynikającymi z wypowiedzenia umowy przez jednego z klientów. Ubytek przychodów skutkował zaraportowaniem straty netto, która dodatkowo została zwiększona rezerwami w wysokości 3,9 mln USD związanymi z kosztami restrukturyzacji.

Na rynku krajowym spółka w dalszym ciągu odczuwa spowolnienie w obszarze administracji publicznej. To z kolei najmocniej odbija się na wyniku netto. Dotychczas dekonjunktura w administracji publicznej była częściowo neutralizowana przez wynik segmentu komercyjnego. Ze względu na spore udziały mniejszości w tym segmencie, istotny wpływ na zysk akcjonariuszy większościowych miała mimo wszystko koniunktura w publicu. W 2Q'17 nałożyły się dodatkowo problemy w Sapiensie przez co zysk był o 32% niższy w ujęciu r/r pomimo 9% wzrostu sprzedaży. Pozytywnie wyróżniał się rynek Europy środkowej i południowowschodniej, gdzie EBITDA wzrosła w 2Q'17 odpowiednio 15% i 22% r/r. Na dynamikę na rynku Europy zachodniej miała wpływ niska baza z 2Q'16, wywołana odpisem na 11,8 mln PLN.

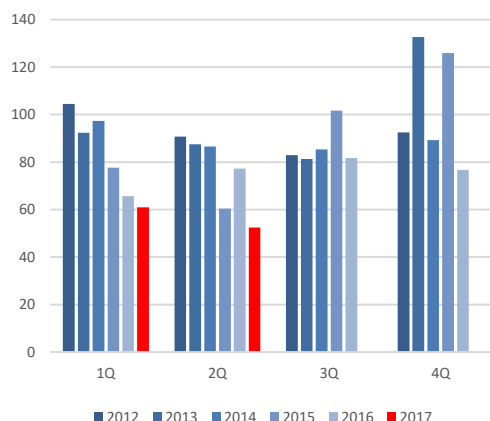
Wyniki Asseco Poland za 3Q'16

	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	1H'16	1HQ'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'15-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	1 926,2	2 093,7	9%	3 770,6	4 162,0	10%	7 721,7	8 323,4	8%
<i>Rynek polski</i>	463,5	355,5	-23%	829,9	711,7	-14%	1 836,2	1 521,8	-17%
<i>Rynek środkowoeuropejski</i>	159,3	201,3	26%	329,7	371,6	13%	741,8	773,5	4%
<i>Rynek południowo-wschodniej Europy</i>	140,0	149,5	7%	259,7	282,5	9%	526,2	592,8	13%
<i>Rynek izraelski</i>	999,8	1 238,3	24%	2 026,8	2 494,6	23%	3 904,5	4 823,6	24%
<i>Rynek zachodnioeuropejski</i>	146,3	148,5	2%	290,2	294,0	1%	614,9	578,8	-6%
<i>Rynek wschodnioeuropejski</i>	17,3	0,6	-97%	34,3	7,6	-78%	98,1	32,9	-66%
Wynik brutto na sprzedaży	445,2	426,0	-4%	887,7	874,7	-1%	1 833,6	1 853,5	1%
EBITDA	247,9	222,3	-10%	505,7	468,6	-7%	1 049,7	1 032,4	-2%
<i>Rynek polski</i>	96,7	65,6	-32%	176,8	143,4	-19%	372,3	1 521,8	309%
<i>Rynek środkowoeuropejski</i>	17,6	20,3	15%	35,7	40,4	13%	81,5	90,7	11%
<i>Rynek południowo-wschodniej Europy</i>	22,7	27,7	22%	41,5	49,9	20%	86,3	102,1	18%
<i>Rynek izraelski</i>	104,6	93,5	-11%	222,0	206,9	-7%	422,3	462,6	10%
<i>Rynek zachodnioeuropejski</i>	5,1	15,8	210%	29,9	32,7	9%	66,9	74,3	11%
<i>Rynek wschodnioeuropejski</i>	1,9	-0,3	-116%	2,5	-2,2	-188%	25,8	-10,0	-139%
EBIT	174,9	144,0	-18%	362,4	309,2	-15%	774,0	474,3	-39%
Zysk brutto	174,9	117,7	-33%	337,8	243,9	-28%	773,0	626,0	-19%
Zysk netto	131,0	84,8	-35%	251,1	181,8	-28%	595,0	474,3	-20%
Zysk netto na akcjonariuszy większościowych	77,3	52,4	-32%	142,9	113,3	-21%	370,4	271,7	-27%
Marża brutto	23%	20%		24%	21%		24%	22%	
Marża EBITDA	13%	11%		13%	11%		14%	12%	
<i>Rynek polski</i>	21%	18%		21%	20%		20%	100%	
<i>Rynek środkowoeuropejski</i>	11%	10%		11%	11%		11%	12%	
<i>Rynek południowo-wschodniej Europy</i>	16%	19%		16%	18%		16%	17%	
<i>Rynek izraelski</i>	10%	8%		11%	8%		11%	10%	
<i>Rynek zachodnioeuropejski</i>	3%	11%		10%	11%		11%	13%	
<i>Rynek wschodnioeuropejski</i>	11%	-50%		7%	-29%		26%	-30%	
Marża EBIT	9%	7%		10%	7%		10%	6%	
Marża netto	7%	4%		7%	4%		8%	6%	
Marża netto na akcjonariuszy większościowych	4%	3%		4%	3%		5%	3%	

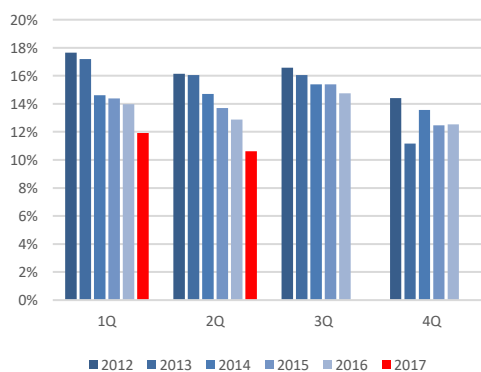
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Skonsolidowane przychody Asseco Poland [mln PLN]


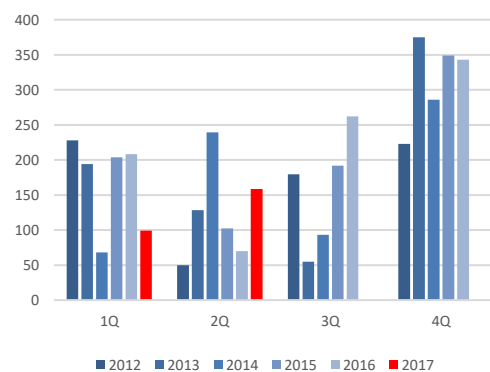
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk przypadający akcjonariuszom większościowym [mln PLN]


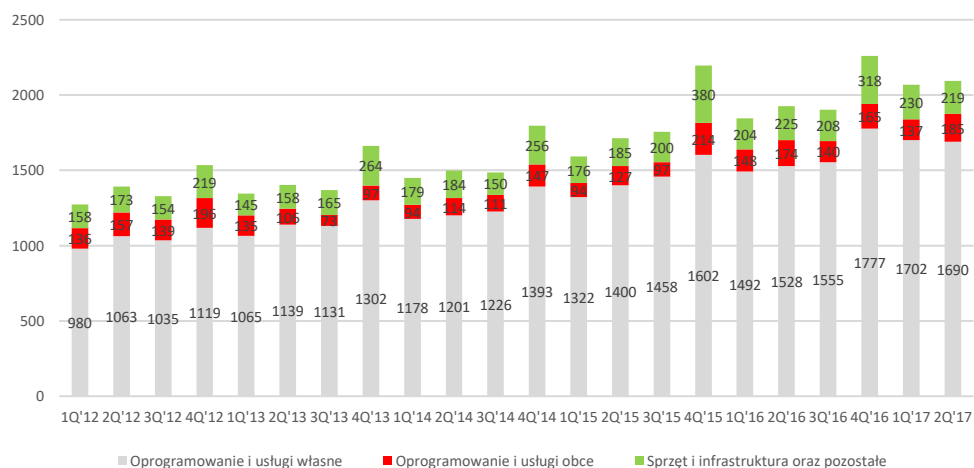
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Skonsolidowana marża EBITDA


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

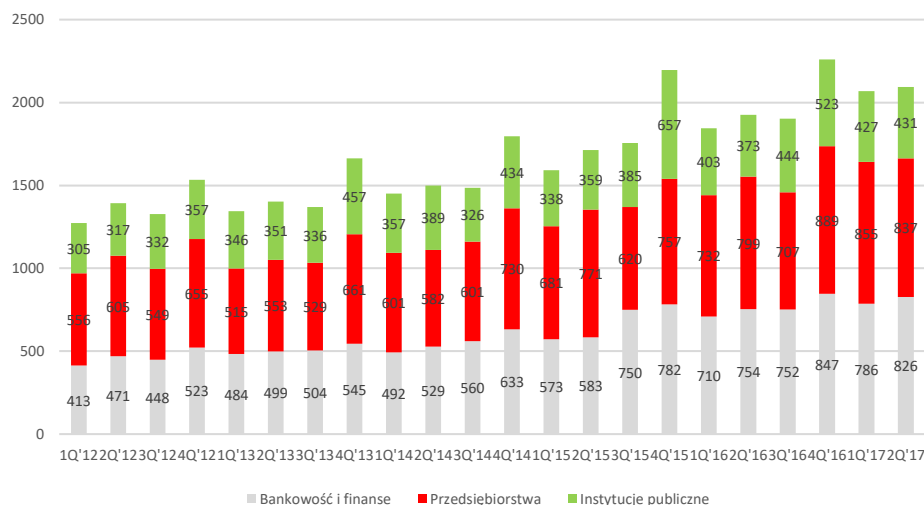
Skonsolidowane przepływy z działalności operacyjnej [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura sprzedaży wg grup produktów [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura sprzedaży wg grup odbiorców [mln PLN]

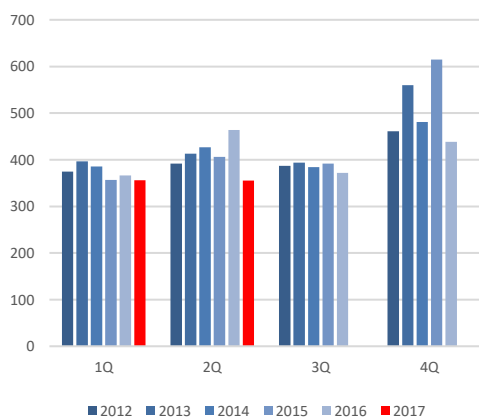


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek polski

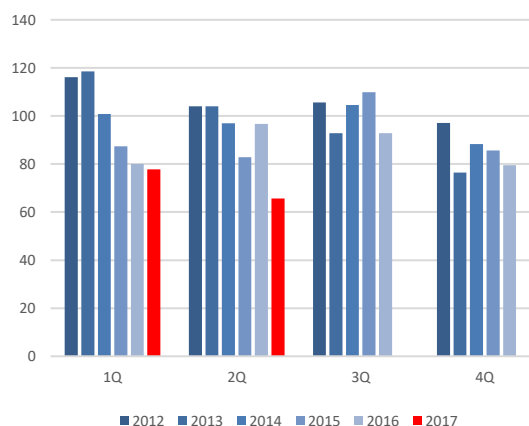
Rynek polski jest pod presją koniunktury na rynku zamówień publicznych. W samym 2Q'17 sprzedaż tego segmentu skurczyła się o 23% r/r, a EBITDA o 32% r/r. Z powodu wysokiej bazy z zeszłego roku także dynamika w segmencie aplikacji biznesowych nie była tak wysoka aby choć częściowo zastąpić ubytki powstałe po administracji publicznej. W 2Q'17 Asseco zakończyło między innymi realizację kontraktu dla ARiMR. Poprzednia umowa była warta 87 mln PLN i była realizowana ponad trzy lata. Skalę zamówień mocno ograniczył także ZUS, z którego roczne przychody wynosiły około 150 mln PLN. Na rezultaty tego segmentu wpływa także koniunktura z ochronie zdrowia, gdzie Asseco Poland ma dominującą pozycję na rynku. W zeszłym roku skala zamówień była mocno ograniczona, co znalazło odzwierciedlenie w obecnym backlogu.

Sprzedaż segmentu Polska [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA segmentu Polska [mln PLN]

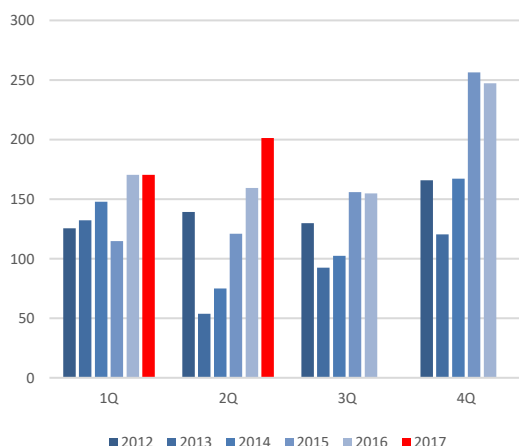


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek środkowoeuropejski

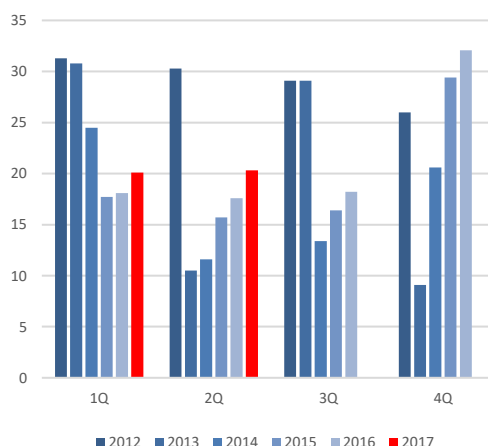
W 2Q'17 segment, za który odpowiada Asseco CE przyniósł satysfakcjonujące wyniki. Było to możliwe dzięki dobrej koniunkturze na rynku aplikacji biznesowych, w tym systemów ERP oferowanych przez Asseco Solutions. Sprzedaż segmentu wzrosła o 26% r/r, a EBITDA uległ 15% poprawie względem 2Q'16. W całym 1H'17 rynek środkowoeuropejski odnotował najmocniejszy wzrost w segmencie przedsiębiorstw, który wyniósł 31% r/r. Słabo prezentuje się sektor publiczny, który miał przychody niższe o 5% r/r. Na rynku czeskim oraz słowackim spółka w dalszym ciągu zmagą się z kryzysem, podobnie jak ma to miejsce w Polsce

Sprzedaż segmentu Europa środkowa [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA segmentu Europa środkowa [mln PLN]

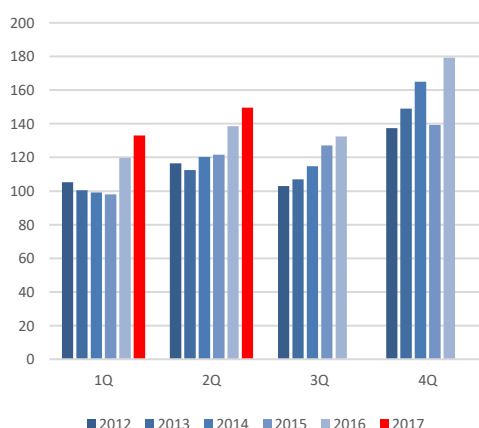


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek południowowschodniej Europy

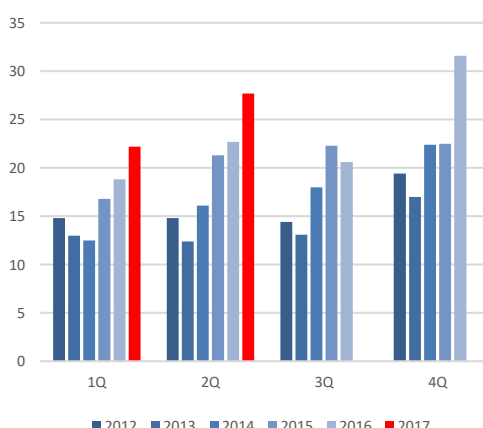
Wyniki Asseco SEE w 2Q'17 były satysfakcjonujące. Najbardziej pozytywnie do wyniku kontrybuował segment płatności. Przychody tej dywizji zwiększyły się w 2Q'17 o 32% r/r. Wpływ miały na to głównie dostawy bankomatów i systemów POS. Dodatkowo spółce udaje się skutecznie komercjalizować usługi z zakresu procesowania transakcji kartowych. Przejęty w zeszłym roku Chipcard pozyskuje kolejnych klientów i obecnie jego wkład do skonsolidowanego wyniku jest pozytywny. Obszar bankowości odnotował poprawę głównie ze względu na niską bazę z zeszłego roku. Wtedy miało miejsce przesunięcie się w czasie realizacji kilku projektów, podczas gdy koszty z nimi związane już były ponoszone. Skurczenie skali biznesu względem 2Q'16 odnotował jedynie segment integracji systemowej. Spadek sprzedaży wyniósł 10% r/r i był to skutek mniejszych dostaw sprzętu.

Sprzedaż segmentu Europa południowowschodnia [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA segmentu Europa południowowschodnia [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki raportowane przez Asseco South Eastern Europe [mln PLN]

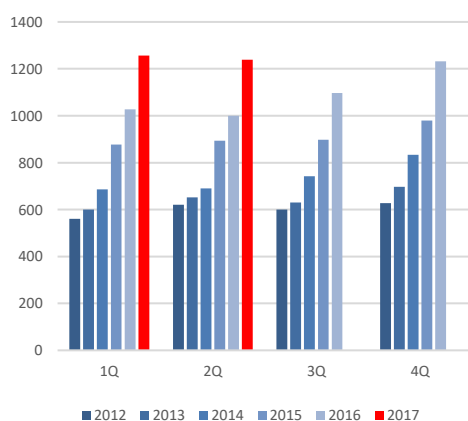
	2Q'16	2Q'17	r/r	1H'16	1H'17	r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	r/r
Przychody	140,2	149,6	7%	260,0	282,8	9%	526,8	593,4	13%
Bankowość	36,0	38,9	8%	65,8	71,3	8%	139,4	151,8	9%
Płatności	41,4	54,6	32%	87,2	107,6	23%	169,9	219,9	29%
Integracja systemów	62,7	56,1	-10%	107,1	103,9	-3%	217,6	221,8	2%
Zysk brutto ze sprzedaży	33,8	37,5	11%	61,8	68,1	10%	129,1	142,6	10%
Wynik segmentu bankowość	10,4	12,1	17%	16,8	22,1	31%	39,0	53,1	36%
Wynik segmentu płatności	12,9	15,5	20%	27,0	28,2	4%	51,7	55,8	8%
Wynik segmentu integracja systemowa	10,4	9,3	-11%	18,0	17,8	-1%	38,4	33,7	-12%
EBITDA	22,9	27,7	21%	41,8	50,0	20%	87,0	102,2	17%
EBIT	13,7	17,9	30%	24,0	30,7	28%	53,0	63,5	20%
Zysk brutto	13,8	18,5	35%	24,0	31,5	31%	53,6	68,5	28%
Zysk netto	12,2	15,5	26%	20,4	25,7	26%	44,2	56,6	28%
Marża brutto	24%	25%		24%	24%		25%	24%	
Marża segmentu bankowość	29%	31%		26%	31%		28%	35%	
Marża segmentu płatności	31%	28%		31%	26%		30%	25%	
Marża segmentu integracja systemowa	17%	17%		17%	17%		18%	15%	
Marża EBITDA	16%	18%		16%	18%		17%	17%	
Marża EBIT	10%	12%		9%	11%		10%	11%	
Marża netto	10%	12%		9%	11%		10%	12%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek izraelski

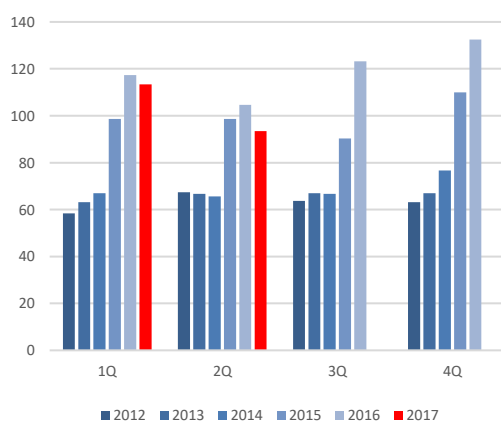
W poprzednich okresach wzrost skonsolidowanych wyników Asseco wynikał głównie ze wzrostu biznesu spółek izraelskich. W 1Q'17 sytuacja uległa zmianie gdyż jeden z klientów Sapiensa wypowiedział umowę, co spowodowało istotną wyrwę w przychodach skutkującą odnotowaniem straty operacyjnej. W 2Q'17 wyniki Sapiensa były dodatkowo obciążone rezerwą na koszty restrukturyzacji które wyniosły 3,9 mln USD. Finalnie w samym 2Q'17 rynek izraelski zaraportował EBITDA niższy o 11% r/r.

Sprzedaż segmentu Izrael [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA segmentu Izrael [mln PLN]

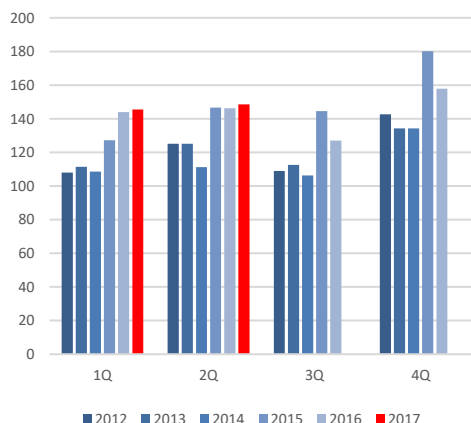


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek zachodnioeuropejski

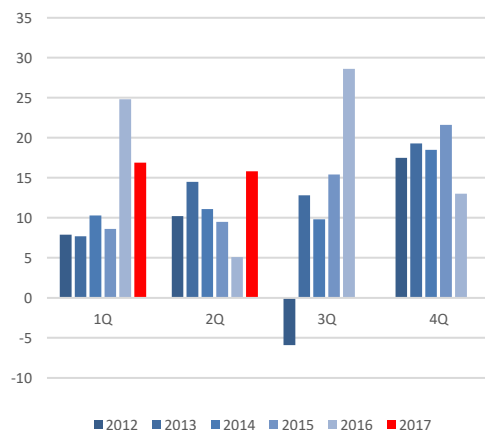
Poprawa EBITDA w segmencie Europy zachodniej wynika głównie z niskiej bazy z 2Q'16 wywołanej zdarzeniami jednorazowymi. W 1H'17 istotnie poprawiła się jedynie sprzedaż do sektora publicznego. Ze względu na jej niewielki udział w biznesie prowadzonym na rynku zachodnioeuropejskim, nie miało to wyraźnego przełożenia na sprzedaż generowaną przez tę dywizję.

Sprzedaż segmentu Europa zachodnia [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA segmentu Europa zachodnia [mln PLN]

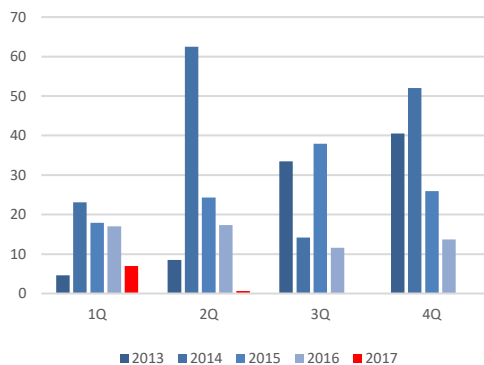


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek wschodnioeuropejski

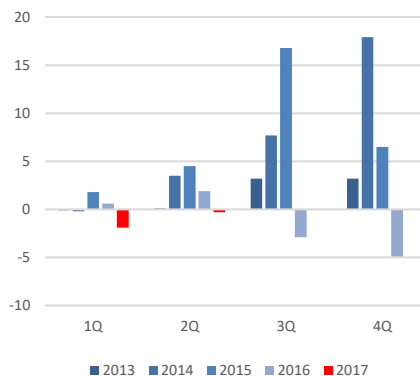
Po sprzedaży większościowego pakietu R-Style segment ten generuje śladowe przychody i nie jest istotny z punktu widzenia biznesu Asseco Poland.

Sprzedaż segmentu Europa wschodnia [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA segmentu Europa wschodnia [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SPRZEDARZ FORMULA SYSTEMS

W dniu 2 sierpnia 2017 roku Asseco Poland poinformowało raportem bieżącym o prowadzeniu negocjacji w sprawie zbycia 20% udziałów w Formula Systemss. Pakiet stanowiący 16% udziałów w kapitale zakładowym udało się zbyć 3 sierpnia za kwotę 292,5 mln NIS. Natomiast dalsze 4% udziałów znalazło nabywców 22 sierpnia za 73,1 NIS. Przy czym 36,6 NIS zostanie spłacone w przeciągu 5 lat. Wskaźnik cena zysk transakcji za ostatnie 12 miesięcy wyniósł 42x.

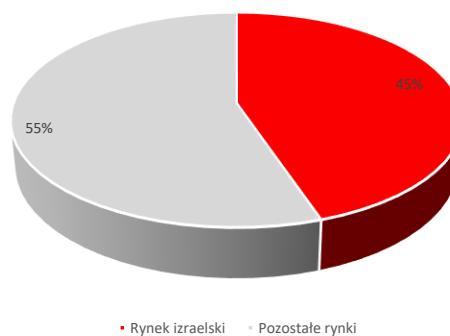
Formula Systems jest spółką holdingową, która prowadzi działalność poprzez podmioty zależne. Najważniejszymi są Sapiens, Magic i Matrix. Asseco Poland w 2011 roku zakupiło udiały w tym podmiocie, które do tej pory stanowiły 46,33% kapitału zakładowego. Wartość transakcji wyniosła 427 mln PLN. Z perspektywy czasu należy uznać inwestycję za udaną. Wraz z dywidendami i sprzedanym w sierpniu pakietem Asseco odzyskało 457 mln PLN. A posiadany obecnie pakiet jest na giełdzie wyceniany na około 500 mln PLN.

Udział spółek izraelskich w przychodach grupy Asseco



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział spółek izraelskich w EBITDA grupy Asseco



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział spółek izraelskich w wyniku netto grupy Asseco



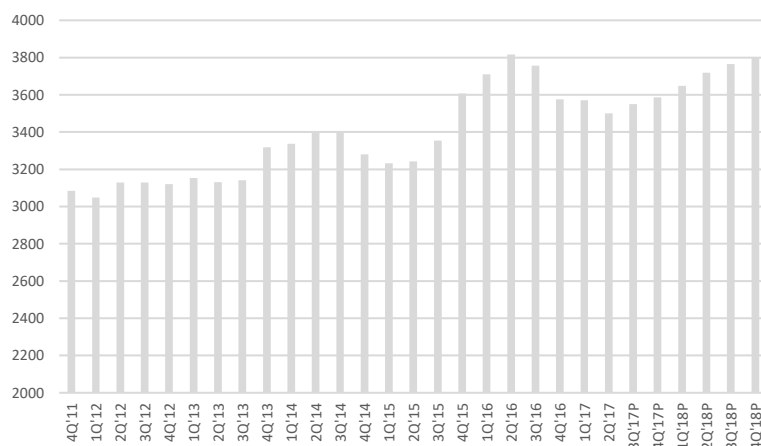
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Pomimo ogromnego udziału w skonsolidowanych przychodach grupy Asseco, wpływ spółek izraelskich na wynik przypadający akcjonariuszom Asseco Poland był niewielki. Miało to swoje źródło w zagmatwanej strukturze organizacyjnej. Asseco Poland konsolidowało wyniki wszystkich trzech spółek prowadzących działalność operacyjną. Jednak kontrolowało je za pomocą Formula Systems w którym posiadało 46% udziałów. Sama Formula także posiadała około 50% udziałów w spółkach Sapiens, Magic i Matrix. W efekcie tylko niespełna 25% wyników generowanych przez ten segment przypadało na akcjonariuszy Asseco Poland. Dlatego sprzedaż udziałów w Formula Systems nie będzie miała wyraźnego odzwierciedlenia w wyniku netto.

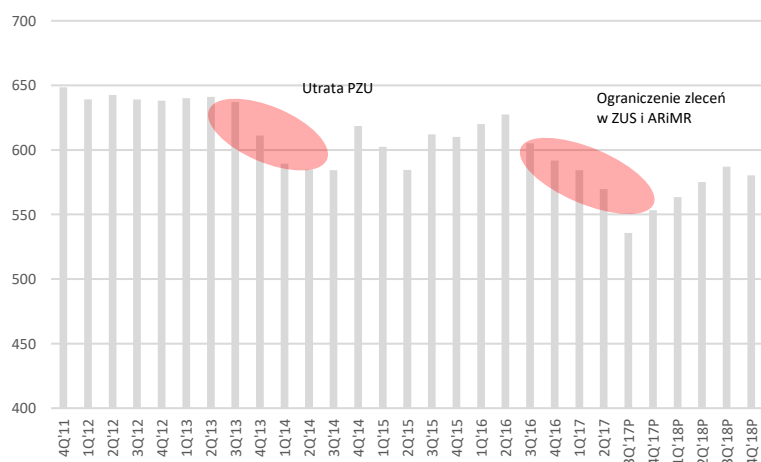
Kurs Formuła Systems od momentu przejścia przez Asseco Poland [USD]



Źródło: Bloomberg



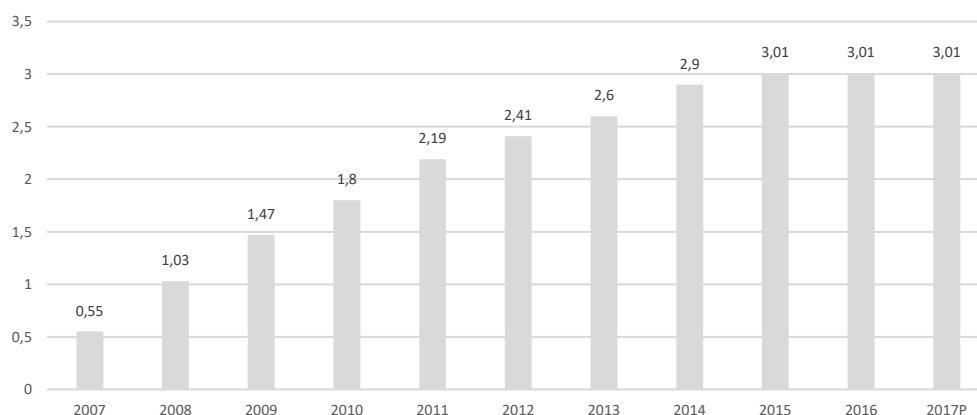
Dotychczas trudna sytuacja na rynku polskim była neutralizowana przez wyniki spółek izraelskich. Po sprzedaży Formuła Systems przychody Asseco będą bardziej wrażliwe na krajową koniunkturę.



Skonsolidowany EBITDA po wyłączeniu segmentu Izrael stopniowo się kurczył. Wynikało to z zastojów w administracji publicznej zarówno w Polsce jak i w Czechach oraz na Słowacji.

POLITYKA DYWIDENDOWA

Asseco Poland regularnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami, co w ostatnich dziewięciu latach skutkowało wypłatą blisko 1,5 mld PLN do akcjonariuszy. Pozwala na to stabilna sytuacja płynnościowa oraz regularne wypracowywanie satysfakcjonujących wyników. Uważamy, że w kolejnych latach Asseco Poland w dalszym ciągu powinno się dzielić zyskiem. W związku ze sprzedażą części udziałów w Formula Systems, spółka powinna zaraportować jednorazowy zysk i dostanie ponad 360 mln PLN dodatkowej gotówki. Dlatego według nas ryzyko wypłacenia w 2018 roku niższej dywidendy, niż miało to miejsce w 2017 roku, wydaje nam się niewielkie. W kolejnych latach odczuwalne powinno być ożywienie obszarze administracji publicznej, które jednak może być zneutralizowane przez prawdopodobną utratę kontraktu w ZUS. Ponadto zarówno Asseco BS, jak i Asseco SEE prowadzą ambitną politykę rozwoju i według nas nie zdecydują się na wypłatę całości skonsolidowanego zysku. Dlatego uważamy, że od 2019 roku dywidenda wypłacana przez Asseco Poland może się wyraźnie skurczyć.

Dywidenda w PLN na akcję za okres

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Najistotniejszym czynnikiem wpływającym na raportowane wyniki Asseco Poland będzie sprzedaż części udziałów w Formula Systems. Szacujemy, że zysk netto zrealizowany na tej transakcji wyniósł 147,6 mln PLN. Ponadto pozostałe 26,33% udziałów zostanie przeszacowane o 271,1 mln PLN. Z kolei wyniki spółek izraelskich od początku sierpnia są ujmowane tylko przez wynik netto, dlatego wyraźnie obniżą się skonsolidowane przychody oraz EBITDA. Na wynik przypadający akcjonariuszom większościowym spory wpływ może mieć kryzys na rynku publicznym. Od 4Q'16 ZUS mocno ograniczył zlecenia dotyczące rozwoju KSI, co ma obecnie odzwierciedlenie w generowanych wynikach. Według nas poprawa wyniku netto w 4Q'17 jest prawdopodobna za sprawą niskiej bazy z 4Q'16 oraz lepszej koniunktury w segmencie komercyjnym.

Prognozy wyników Asseco Poland [mln PLN]

	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018	2019
Przychody ze sprzedaży	1 902,3	2 259,1	2 068,3	2 093,7	1 306,7	1 073,3	872,8	926,7	892,0	1 108,9	7 932,0	6 542,0	3 800,4	3 846,7
<i>Rynek polski</i>	371,9	438,2	356,2	355,5	377,6	460,2	391,7	390,5	398,8	466,5	1 640,0	1 549,5	1 647,6	1 627,7
<i>Rynek środkowoeuropejski</i>	154,8	247,1	170,3	201,3	199,0	270,4	187,8	212,0	206,4	279,1	731,6	841,1	885,2	911,8
<i>Rynek południowo-wschodniej Europy</i>	131,0	179,3	133,0	149,5	137,3	179,3	140,0	161,0	144,5	188,1	570,0	599,1	633,6	655,9
<i>Rynek izraelski</i>	1 106,0	1 223,0	1 256,3	1 238,3	460,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4 355,8	2 955,3	0,0	0,0
<i>Rynek zachodnioeuropejski</i>	127,0	157,8	145,5	148,5	131,6	162,9	153,1	162,6	141,9	174,7	575,0	588,5	632,3	651,3
<i>Rynek wschodnioeuropejski</i>	11,6	13,7	7,0	0,6	0,4	0,5	0,2	0,6	0,4	0,5	59,6	8,5	1,7	1,8
Zysk brutto ze sprzedaży	468,6	510,2	448,7	426,0	298,1	296,6	242,6	246,6	236,9	294,4	1 866,5	1 469,4	1 020,5	1 017,2
EBITDA	280,7	283,1	246,3	222,3	160,7	168,2	142,9	140,5	135,6	161,4	1 069,5	797,5	580,4	561,9
<i>Rynek polski</i>	92,8	79,5	77,8	65,6	72,3	88,1	80,4	75,1	72,4	79,8	349,1	303,8	307,8	270,4
<i>Rynek środkowoeuropejski</i>	18,2	32,1	20,1	20,3	20,7	31,9	23,7	21,9	21,4	32,8	86,0	93,0	99,8	101,4
<i>Rynek południowo-wschodniej Europy</i>	20,6	31,6	22,2	27,7	26,2	30,8	24,4	28,4	28,1	32,8	93,7	106,9	113,8	114,7
<i>Rynek izraelski</i>	123,2	132,5	113,4	93,5	37,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	477,7	244,1	0,0	0,0
<i>Rynek zachodnioeuropejski</i>	28,6	13,0	16,9	15,8	14,8	17,4	14,4	15,0	13,6	15,9	71,5	64,9	64,1	68,9
<i>Rynek wschodnioeuropejski</i>	-2,9	-4,9	-1,9	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-5,3	-2,3	-0,5	0,2
EBIT	204,0	203,0	165,2	144,0	117,0	124,3	98,6	96,0	91,0	116,8	769,4	550,5	402,4	384,5
Wynik brutto	185,2	196,9	126,2	117,7	564,5	117,6	92,0	89,7	84,3	110,2	719,9	926,0	376,2	356,0
Wynik brutto oczyszczony*	185,2	196,9	126,2	117,7	111,2	117,6	92,0	89,7	84,3	110,2	719,9	472,7	376,2	356,0
Wynik netto	148,2	144,3	97,0	84,8	508,8	99,0	79,1	77,2	73,6	94,5	543,6	789,6	324,4	313,8
Wynik netto oczyszczony*	148,2	144,3	97,0	84,8	86,7	99,0	79,1	77,2	73,6	94,5	543,6	367,6	324,4	313,8
Wynik akcjonariuszy Asseco	81,7	76,7	60,9	52,4	482,8	81,6	64,7	62,5	59,3	73,7	301,3	677,8	260,2	240,0
Wynik akcjonariuszy Asseco oczyszczony*	81,7	76,7	60,9	52,4	60,8	81,6	64,7	62,5	59,3	73,7	301,3	255,7	260,2	240,0
Marża brutto	24,6%	22,6%	21,7%	20,3%	22,8%	27,6%	27,8%	26,6%	26,6%	26,6%	23,5%	22,5%	26,9%	26,4%
Marża EBITDA	14,8%	12,5%	11,9%	10,6%	12,3%	15,7%	16,4%	15,2%	15,2%	14,6%	13,5%	12,2%	15,3%	14,6%
<i>Rynek polski</i>	25,0%	18,1%	21,8%	18,5%	19,1%	19,1%	20,5%	19,2%	18,2%	17,1%	21,3%	19,6%	18,7%	16,6%
<i>Rynek środkowoeuropejski</i>	11,8%	13,0%	11,8%	10,1%	10,4%	11,8%	12,6%	10,3%	10,4%	11,8%	11,8%	11,1%	11,3%	11,1%
<i>Rynek południowo-wschodniej Europy</i>	15,7%	17,6%	16,7%	18,5%	19,1%	17,2%	17,5%	17,6%	19,4%	17,4%	16,4%	17,8%	18,0%	17,5%
<i>Rynek izraelski</i>	11,1%	10,8%	9,0%	7,6%	8,1%	-	-	-	-	-	11,0%	8,3%	-	-
<i>Rynek zachodnioeuropejski</i>	22,5%	8,2%	11,6%	10,6%	11,2%	10,7%	9,4%	9,2%	9,6%	9,1%	12,4%	11,0%	10,1%	10,6%
<i>Rynek wschodnioeuropejski</i>	-25,0%	-35,8%	-27,1%	-50,0%	-20,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-8,9%	-27,5%	-26,3%	9,0%
Marża EBIT	10,7%	9,0%	8,0%	6,9%	9,0%	11,6%	11,3%	10,4%	10,2%	10,5%	9,7%	8,4%	10,6%	10,0%
Marża netto	7,8%	6,4%	4,7%	4,1%	6,6%	9,2%	9,1%	8,3%	8,3%	8,5%	6,9%	12,1%	8,5%	8,2%
Marża netto na akcjonariuszy Asseco	4,3%	3,4%	2,9%	2,5%	4,7%	7,6%	7,4%	6,7%	6,6%	6,6%	3,8%	10,4%	6,8%	6,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka *Wynik oczyszczony o sprzedaż Formula Systems i przeszacowanie udziałów.

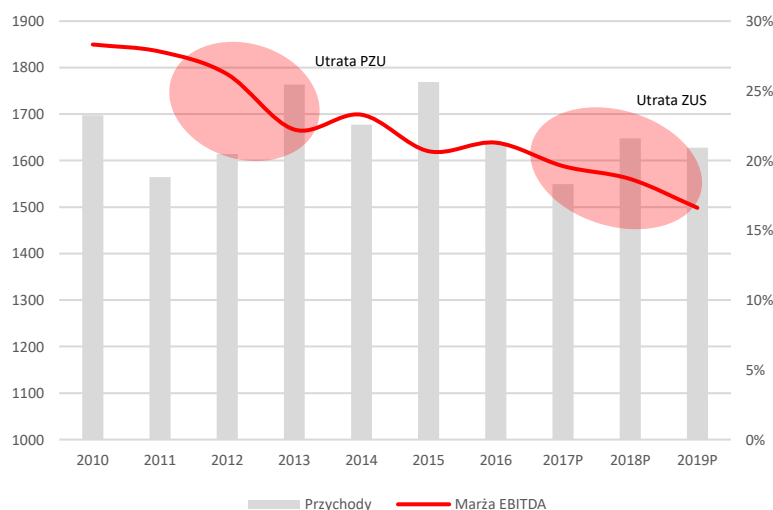
Rynek polski

Pomimo włączenia do konsolidacji spółki Macrologic uważamy, że rezultaty tego segmentu będą w 3Q'17 słabsze r/r. O ile sprzedaż według nas powinna pozostać na zbliżonym poziomie względem 3Q'16 to oczekujemy spadku EBITDA o 22% r/r. Jest to wywołane gorszym portfelem zamówień w sektorze publicznym. W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy spółka zakończyła realizację projektu w ARiMR oraz mocno ograniczyła zakres prac w ZUS. To właśnie dalsze ograniczanie zamówień przez tę instytucję jest największym ryzykiem dla wyników Asseco w najbliższych okresach. Z racji dużo niższej ceny złożonej przez Comarch w przetargu na utrzymanie KSI, najbardziej realnym scenariuszem jest wybór tej oferty. Asseco posiada jeszcze umowę na rozwój systemu. Możliwa jest jednak budowa zupełnie nowego rozwiązania IT, które zastąpi dotychczasowe KSI. Realizację takiego scenariusza zasugerował obecny wiceprezes ZUS odpowiedzialny za pion informatyczny.

W nadchodzących okresach oczekujemy ożywienia zarówno w sektorze publicznym jak i finansowym. Ze strony segmentu administracji publicznej spodziewamy się ożywienia na rynku rozwiązań dla ochrony zdrowia, gdzie już widać pierwsze oznaki ożywienia. Asseco jako dominujący gracz na rynku powinno w naturalny sposób zostać beneficjentem lepszej koniunktury. Biznesowi spółki mogą pomóc także nowe regulacje z zakresu podzielonej płatności. Nowe prawo może wymusić spore zmiany ze strony banków obsługujących przedsiębiorstwa. To z kolei powinno przełożyć się na modyfikację systemów informatycznych wykorzystywanych przez instytucje finansowe. Według nas podobnie jak JPK skutkowało kilkunastoprocentowym wzrostem biznesu Asseco BS tak nowe przepisy dotyczące VAT mogą przełożyć się na dwucyfrowy wzrost w obszarze rozwiązań dla sektora finansowego.

Według naszych założeń wyżej wymienione czynniki nie zapełnią w dostateczny sposób luki po KSI. W 2018 roku prognozujemy EBITDA, zrealizowany na rynku polskim, w wysokości 307,7 mln PLN. Jest to poziom zbliżony do naszych założeń na 2017 rok. Jednak na 2019 rok zakładamy spadek o ponad 12% r/r. Jeśli ZUS rzeczywiście podpisze nową umowę utrzymaniową, to w większości odbije się to na wynikach 2019 roku, ponieważ przez niespełna rok potrwa okres przejściowy, w którym Asseco będzie stopniowo przekazywało obowiązki nowemu wykonawcy.

Wyniki segmentu Polska [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Po utracie kontraktu dla PZU, marża EBITDA w 2013 roku była niższa o blisko 6 pkt. % względem 2011. W przypadku ZUS spodziewamy się łagodniejszego spowolnienia. Część zamówień została ograniczona już w 4Q'16, ponadto jest przewidziany okres przejściowy. Spodziewamy się także ożywienia w administracji publicznej, które powinno częściowo zamortyzować efekty utraty ZUS.

Rynek środkowoeuropejski

Na rynku środkowoeuropejskim oczekujemy utrzymania pozytywnych tendencji z poprzednich okresów. Dzięki koniunkturze na rynku aplikacji biznesowych i rozwiązań dla sektora finansowego wzrost sprzedaży powinien być mocno dwucyfrowy. W naszych prognozach na 3Q'17 zakładamy 28% wyższe przychody w ujęciu r/r. Na tamtym rynku spółka Asseco także odczuwa spowolnienie w administracji publicznej.

Rynek południowowschodniej Europy

Rok 2017 powinien być dla Asseco SEE udany. W przeciwieństwie do 2016 roku spółka nie odnotowała opóźnień w realizacji projektów. Spółka z powodzeniem komercjalizuje rozwiązania rozbudowywane z przejętymi niedawno podmiotami. Przykładem może być ChipCard działający w Serbii. Podmiot ten zdobywa nowe zlecenia na obsługę kart płatniczych w sieciach handlowych. W kolejnych kwartałach Asseco SEE powinno także odczuwać pozytywne efekty podpisanych niedawno, kontraktów na obsługę bankomatów w Rumunii. W 3Q'17 sprzedaż Asseco SEE powinna się zwiększyć o 5,2% r/r, a EBITDA o 7,2% r/r.

W dłuższej perspektywie na wyniki Asseco SEE może wpłynąć integracja wszystkich aktywów związanych z obsługą płatności w jednej spółce. Według nas dotychczasową bolączką spółki była niewielka skalowalność produktów. Koncentracja tych rozwiązań w jednym podmiocie powinna wpłynąć na synergie kosztowe oraz umożliwić stopniowe ujednolicanie oferty na obszarze geograficznym, w którym działa spółka.

Rynek izraelski

2Q'17 był ostatnim kwartałem w którym wyniki spółek izraelskich były w pełni konsolidowane w skonsolidowanym sprawozdaniu Asseco Poland. W 3Q'17 wyniki Formula Systems będą jeszcze częściowo widoczne w skonsolidowanym raporcie Asseco jednak od 4 sierpnia jest konsolidowany wynik netto tego podmiotu. Spodziewamy się, że podjęte w 1H'17 działania naprawcze w Sapiensie przyniosą już efekt w 3Q'17 i spółka zacznie pozytywnie kontrybuować do wyników segmentu Izrael. Dzięki dokonany akwizycjom, dynamiczny wzrost skali biznesu powinien utrzymać także Magic.

Rynek zachodnioeuropejski

W Europie zachodniej Asseco sprzedaje głównie infrastrukturę sprzętową. Dobra koniunktura gospodarcza w UE powinna wspierać tamtejszy biznes. Uważamy, że sprzedaż w tej dywizji wzrośnie o 3,6% r/r. W 4Q'17 prawdopodobnie ta dynamika utrzyma się na zbliżonym poziomie, a w 2018 może nawet przyspieszyć. Raportowany EBITDA w 3Q'17 prognozujemy na poziomie o 54% niższym r/r. Wpływ na to ma wysoka baza związana ze zdarzeniem jednorazowym, które zawyżyło wynik 3Q'6 o 14,6 mln PLN

Zmiana prognoz względem ostatniego raportu [mln PLN]

	2017P poprzednia	2017P obecna	zmiana	2018P poprzednia	2018P obecna	zmiana
Przychody	8 593,4	6 542,0	-23,9%	9 160,2	3 800,4	-58,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	1 973,7	1 469,4	-25,6%	2 076,7	1 020,5	-50,9%
EBITDA	1 123,9	797,5	-29,0%	1 201,9	580,4	-51,7%
EBIT	835,7	550,5	-34,1%	922,7	402,4	-56,4%
Wynik brutto	800,0	472,7	-40,9%	869,2	376,2	-56,7%
Wynik netto	351,4	255,7	-27,2%	377,7	260,2	-31,1%
Marża brutto	23,0%	22,5%		22,7%	26,9%	
Marża EBITDA	13,1%	12,2%		13,1%	15,3%	
Marża EBIT	9,7%	8,4%		10,1%	10,6%	
Marża netto	4,1%	3,9%		4,1%	6,8%	

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	2027P
Aktywa Trwałe	7 795,0	8 459,4	6 219,0	6 219,8	6 207,5	6 200,3	6 195,2	6 194,9	6 194,5	6 195,5	6 195,5	6 196,8	6 198,1
Wartości niematerialne i prawne	991,6	1 124,8	951,7	948,1	939,5	933,9	930,1	929,1	928,9	929,2	929,2	929,5	929,0
Wartość firmy	5 554,7	5 978,5	4 167,0	4 167,0	4 167,0	4 167,0	4 167,0	4 167,0	4 167,0	4 167,0	4 167,0	4 167,0	4 167,0
Rzeczowe aktywa trwałe	776,1	781,5	705,9	710,2	706,5	704,9	703,6	704,3	704,1	704,8	704,8	705,7	707,7
Pozostałe aktywa trwałe	472,6	574,6	394,5	394,5	394,5	394,5	394,5	394,5	394,5	394,5	394,5	394,5	394,5
Aktywa obrotowe	4 257,1	4 331,8	2 111,0	2 131,2	2 134,4	2 172,3	2 210,5	2 244,6	2 268,7	2 297,1	2 332,2	2 372,1	2 501,3
Zapasy	71,9	76,1	59,9	59,1	59,9	61,7	63,6	65,4	67,4	69,4	71,4	73,5	75,7
Należności handlowe	2 099,0	2 209,0	1 008,2	974,7	983,3	1 014,1	1 044,7	1 075,8	1 107,8	1 140,5	1 174,2	1 208,7	1 244,3
środki pieniężne	1 599,7	1 502,6	748,5	802,9	796,7	802,0	807,8	808,8	799,0	792,8	792,2	795,4	886,9
Pozostałe aktywa obrotowe	486,5	544,1	294,5	294,5	294,5	294,5	294,5	294,5	294,5	294,5	294,5	294,5	294,5
Aktywa razem	12 052,1	12 791,2	8 330,0	8 351,0	8 341,9	8 372,7	8 405,7	8 439,4	8 463,1	8 492,6	8 527,8	8 568,9	8 699,4
Kapitały własne	8 342,9	8 670,6	6 545,6	6 582,6	6 670,7	6 788,3	6 908,3	7 028,5	7 138,4	7 253,7	7 374,3	7 500,4	7 629,4
Zobowiązania długoterminowe	1 324,6	1 624,7	609,6	609,6	609,6	609,6	466,2	466,2	125,1	125,1	125,1	125,1	125,1
Zobowiązania finansowe	1 054,9	1 269,4	484,5	484,5	484,5	484,5	341,1	341,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	269,7	355,3	125,1	125,1	125,1	125,1	125,1	125,1	125,1	125,1	125,1	125,1	125,1
Zobowiązania krótkoterminowe	2 384,6	2 495,9	1 174,8	1 158,8	1 061,6	974,8	1 031,2	944,7	1 199,6	1 113,8	1 028,4	943,4	945,0
Zobowiązania finansowe	518,5	590,9	329,4	329,4	229,4	129,4	172,8	72,8	313,9	213,9	113,9	13,9	0,0
Zobowiązania handlowe	844,5	817,5	443,9	427,8	430,7	443,8	456,9	470,4	484,2	498,4	513,0	528,0	543,5
Pozostałe zobowiązania	1 021,6	1 087,5	401,5	401,5	401,5	401,5	401,5	401,5	401,5	401,5	401,5	401,5	401,5
Pasywa razem	12 052,1	12 791,2	8 330,0	8 351,0	8 341,9	8 372,7	8 405,7	8 439,4	8 463,1	8 492,6	8 527,8	8 568,9	8 699,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	7 256,2	7 932,0	6 542,0	3 800,4	3 846,7	3 970,4	4 092,3	4 216,3	4 343,1	4 472,1	4 605,1	4 741,4	4 881,8
EBITDA	1 007,7	1 069,5	797,5	580,4	561,9	583,7	601,9	623,3	635,6	649,7	664,7	679,7	695,5
EBIT	745,2	769,4	550,5	402,4	384,5	406,8	426,0	447,4	459,3	473,6	488,5	503,5	518,9
Saldo działalności finansowej	-1,8	-49,5	375,5	-26,2	-16,5	-12,6	-8,5	-4,4	-0,4	3,4	7,3	11,3	11,9
Wynik brutto	743,4	719,9	926,0	376,2	356,0	382,2	405,5	430,9	446,7	465,1	484,0	502,9	518,9
Wynik netto	365,5	301,3	677,8	260,2	240,0	260,1	277,8	296,2	308,4	321,3	334,1	347,6	365,4
CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	846,0	883,2	421,1	540,4	486,3	490,0	504,1	520,1	529,5	539,9	550,7	562,1	574,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-380,9	-474,4	-972,5	-166,0	-138,1	-140,0	-139,1	-142,5	-141,9	-142,2	-140,7	-141,3	-140,9
Przepływy z działalności finansowej	-259,0	-487,9	-258,0	-319,9	-354,3	-344,8	-359,1	-376,6	-397,4	-403,9	-410,6	-417,6	-342,2
Przepływy pieniężne netto	206,1	-79,1	-809,4	54,4	-6,2	5,3	5,8	1,0	-9,8	-6,2	-0,6	3,2	91,4
Środki pieniężne na początek okresu	1 223,8	1 491,5	1 559,6	748,5	802,9	796,7	802,0	807,8	808,8	799,0	792,8	792,2	795,4
Środki pieniężne na koniec okresu	1 429,9	1 559,6	748,5	802,9	796,7	802,0	807,8	808,8	799,0	792,8	792,2	795,4	886,9

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	16%	9%	-18%	-42%	1%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
EBITDA zmiana r/r	11%	6%	-25%	-27%	-3%	4%	3%	4%	2%	2%	2%	2%	2%
EBIT zmiana r/r	17%	3%	-28%	-27%	-4%	6%	5%	5%	3%	3%	3%	3%	3%
Zysk netto zmiana r/r	2%	-18%	125%	-62%	-8%	8%	7%	7%	4%	4%	4%	4%	5%
Marża brutto na sprzedaży	24%	24%	22%	27%	26%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Marża EBITDA	14%	13%	12%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	14%	14%	14%
Marża EBIT	10%	10%	8%	11%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Marża netto	5%	4%	10%	7%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
COGS / przychody	76%	76%	78%	73%	74%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%
SG&A / przychody	14%	14%	14%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
SG&A / COGS	18%	18%	18%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	23%	23%	23%
ROE	7%	5%	11%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
ROA	5%	4%	9%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Dług	1573,4	1860,3	813,9	813,9	713,9	613,9	513,9	413,9	313,9	213,9	113,9	13,9	0,0
D/(D+E)	16%	18%	11%	11%	10%	8%	7%	6%	4%	3%	2%	0%	0%
D/E	19%	21%	12%	12%	11%	9%	7%	6%	4%	3%	2%	0%	0%
Odsetki/EBIT	6%	5%	7%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	2%	1%	0%	0%
Dług netto	-26,3	357,7	65,4	11,0	-82,9	-188,1	-293,9	-394,9	-485,1	-578,9	-678,3	-781,5	-886,9
Dług netto / Kapitał własny	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Dług netto / EBITDA	0,0	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,3
Dług netto / EBIT	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,4	-1,6	-1,7
EV	3874,7	4258,7	3966,4	3912,0	3818,2	3712,9	3607,1	3506,1	3415,9	3322,1	3222,7	3166,5	3108,2
Dług / EV	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
CAPEX/Przychody	-3%	-3%	-3%	-5%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
CAPEX/Amortyzacja	73%	70%	86%	100%	93%	96%	97%	100%	100%	101%	100%	101%	101%
Amortyzacja/Przychody	4%	4%	4%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Zmiana KO / Przychody	5%	2%	-13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-0,9	-2,0	1,1	0,2	-13,1	-5,0	-5,2	-5,3	-5,3	-5,4	-5,3	-5,4	-5,4
Wskaźniki rynkowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E	10,7	12,9	15,3	15,0	16,3	15,0	14,0	13,2	12,7	12,1	11,7	11,4	10,9
P/CE	10,7	12,9	15,3	15,0	16,3	15,0	14,0	13,2	12,7	12,1	11,7	11,4	10,9
EV/EBITDA	10,7	12,9	15,3	15,0	16,3	15,0	14,0	13,2	12,7	12,1	11,7	11,4	10,9
EV/EBITDA Skorygowany	7,5	6,7	8,6	8,3	8,6	8,1	7,6	7,2	6,9	6,5	6,2	6,0	5,1
EV/EBIT Skorygowany	5,2	5,5	7,2	9,7	9,9	9,1	8,5	7,8	7,4	7,0	6,6	6,3	6,0
EV/EBIT	9,4	9,7	14,7	12,0	12,8	11,8	10,9	10,1	9,6	9,1	8,6	8,2	7,8
EV/S	0,5	0,5	0,6	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
BVPS	64,6	66,3	71,5	72,0	73,0	74,4	75,9	77,3	78,7	80,0	81,5	82,0	82,6
EPS	4,4	3,6	3,1	3,1	2,9	3,1	3,3	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	4,3
CEPS	4,4	3,6	3,1	3,1	2,9	3,1	3,3	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	4,3
Dywidenda [mln PLN]	240,7	249,8	249,8	249,8	182,2	168,0	182,1	194,5	207,3	215,9	224,9	233,9	243,3
DPS	2,9	3,0	3,0	3,0	2,2	2,0	2,2	2,3	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9
Dyield	6%	6%	6%	6%	5%	4%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%
Payout ratio	67%	68%	83%	37%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%

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

Specjalista ds. analiz
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	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	47,1	Akumuluj	63,0	25.09.2017	12:49 CEST	47,30	64 380
Akumuluj	63,0	-	-	24.01.2017	11:20 CEST	55,5	53 633

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'17:

Kupuj	4	24%
Akumuluj	8	47%
Trzymaj	3	18%
Redukuj	1	6%
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 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.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

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 depozytariusz. 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 dodatknej 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 inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 25.09.2017 roku (12:49 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.09.2017 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 rekomendację 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 25.09.2017 roku:

- ☑ BDM 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 istotne powiązania, które powinny zostać wymienione lub które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktów interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć 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.