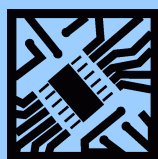


6 kwietnia 2010

Aktualizacja raportu


**Sektor IT**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>57,6 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>72,1 PLN</b>
Kapitalizacja	4,47 mld PLN
Free float	2,46 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	23,15 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Asseco Poland (akcje własne)	12,00%
Adam Góral	10,42%
CU OFE	9,99%
ING OFE	7,22%
Pioneer Pekao IM	5,28%

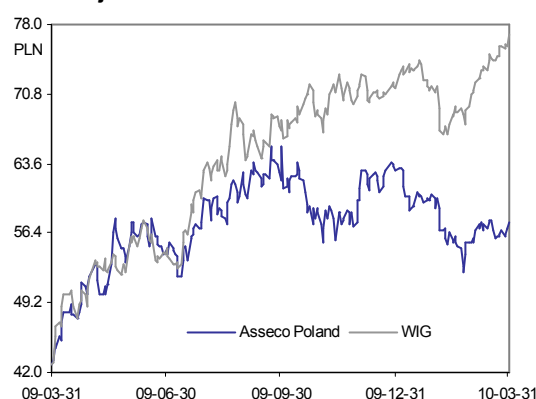
Pozostali 55,09%

**Prezentacja sektora**

Rok 2009 zakończył się najprawdopodobniej kilkuprocentowym spadkiem wartości rynku informatycznego. Bieżący rok nie przyniesie dużego odbicia ze względu na wciąż niepewną sytuację ekonomiczną i ograniczenie w dostępie do kredytu. Sektor cały czas czeka na wielkie inwestycje ze strony państwa, na które zaprzęzione zostaną również fundusze unijne.

**Profil spółki**

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

**Kurs akcji ACP na tle WIG**

**Piotr Grzybowski**

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

# Asseco Poland

## Kupuj

SOBK.WA; ACP.PW

(Niezmieniona)

### Na PKO BP świat się nie kończy

Rok 2010 będzie pierwszym, w którym Grupa Asseco Poland będzie musiała sobie poradzić bez realizacji wdrożenia systemu informatycznego dla PKO BP oraz budowy CEPiK dla MSWiA. Spółka nadal świadczyć będzie usługi serwisowe przy tych systemach, co pozwoli zachować jej większość strumienia przychodów z tych podmiotów. Ponadto powstałe w zysku operacyjnym ubytki w dużej mierze rekompensowane będą przez oszczędności płynące z wchłonięcia ABG przez jednostkę dominującą, całorocznej konsolidacji spółek przejętych w końcówce roku, poprawy wyników w spółkach zależnych (przede wszystkim Asseco Slovakii), a także ewentualnie z planowanych na ten rok akwizycji. Spółka pozostaje notowana ze znacznymi dyskontami do spółek porównywalnych. Przy uwzględnieniu posiadanych akcji własnych dyskonto te wynosi 18% na bazie P/E 2010 oraz 20,5% na bazie EV/EBITDA 2010. **Podtrzymujemy rekomendację kupuj przy cenie docelowej na poziomie 72,1 PLN.**

**Wyniki 4Q2009**

Asseco Poland osiągnęło w czwartym kwartale nieco słabsze od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego wyniki na poziomie operacyjnym na co wpływ miały przesunięcia w harmonogramie kontraktu w ZUS. Na poziomie wyniku netto wyniki były już zgodne z oczekiwaniami co jest rezultatem niższej efektywnej stawki podatku dochodowego oraz zyskowi na zmianie wartości inwestycji finansowych (+5,0 mln PLN).

**Inwestycja w nieruchomości**

Asseco Poland nabyło od Polnordu za około 78 mln PLN nieruchomości na Wilanowie w Warszawie wraz z projektem deweloperskim, który pierwotnie miał być przeznaczony na wynajem dla Asseco. Kompleks ma mieć około 18 tys. m<sup>2</sup> oraz 630 miejsc parkingowych, a jego budowa wraz z ceną zapłaconą za działkę ma pochłonąć 200 mln PLN. Spółka planuje skończyć projekt w przeciągu 18 miesięcy, a część kwoty inwestycji ma być zrefinansowana ze środków unijnych. Uważamy, że biorąc pod uwagę obecne stawki najmu jak i stawki obowiązujące zgodnie z umową przedwstępną z Polnordem samodzielna inwestycja będzie wiązała się z dodatkowymi oszczędnościami dla Grupy (16-20 mln PLN rocznie).

**Na horyzoncie nowe akwizycje**

Zgodnie z zapowiedziami prezesa Górala realnych kształtów przybiera akwizycja pozwalająca Grupie wejść na rynek amerykański. Podmiot, którego przejęcie rozważa Asseco notowany jest na Nasdaq, jego działalność skupia się na rynku amerykańskim, a cena nabycia ma wiązać się z koniecznością spieniężenia posiadanych akcji własnych. Według nas dotychczasowa strategia spółki polegająca na mniejszych akwizycjach dywersyfikujących ryzyko była słuszna, a nagłe zaangażowanie w słabo jeszcze znany rynek amerykański oznaczałoby zerwanie z dotychczasową praktyką w tym zakresie.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	2 786,6	3 050,3	3 193,7	3 389,2	3 616,2
EBITDA	591,8	646,1	641,2	663,2	692,0
marża EBITDA	21,2%	21,2%	20,1%	19,6%	19,1%
EBIT	494,3	525,5	517,6	537,0	563,1
Zysk netto	321,6	373,4	337,1	358,2	388,1
DPS	1,5	1,4	1,3	1,4	1,5
P/E	13,9	12,0	13,3	12,5	11,5
P/CE	10,7	9,0	9,7	9,2	8,6
P/BV	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	7,8	7,6	7,6	7,0	6,4

## Bieżąca sytuacja finansowa

### Wyniki 4Q2009 - większy ubytek przychodów w jednostce dominującej

Wyniki Asseco Poland były nieco niższe od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego na poziomie operacyjnym i zgodne z przewidywaniami na poziomie netto. Wpływ na odchylenie wyników od naszej prognozy na poziomie zysku operacyjnego miał przede wszystkim większy od zakładanego przez nas spadek przychodów w jednostce dominującej (z 298,1 mln PLN do 240,7 mln PLN, przy 260,0 mln PLN naszej prognozy). Spadek ten był spowodowany ukończonym wdrożeniem systemu informatycznego w PKO BP (co zakładaliśmy w prognozie) oraz przesunięcie w budżecie kontraktu w ZUS (źródło odchylenia od prognozy). Korzystniejsze saldo na działalności finansowej oraz niższa efektywna stawka podatku zrównoważyła na poziomie zysku netto odchylenie od naszej prognozy powstałe na poziomie wyniku operacyjnego.

Przychody Grupy wyniosły 935,7 mln PLN, wobec 867,4 mln PLN przed rokiem i 903,0 mln PLN naszych oczekiwań. Wzrost przychodów został wygenerowany głównie na rynku bałkańskim (+17,2 mln PLN r/r), a także na obszarze Europy Zachodniej, gdzie Asseco Poland włączyło do konsolidacji swoje nabytki z Hiszpanii i Danii (wzrost przychodów o 79,5 mln PLN r/r w kategorii pozostałe rynki). Mocny spadek przychodów nastąpił natomiast na terenie Polski (spadek sprzedaży zewnętrznej z 536,1 mln PLN do 479,4 mln PLN), głównie z powodu znaczącego zmniejszenia sprzedaży w spółce-matce, czego powody podaliśmy powyżej.

Niższa od naszych oczekiwań była rentowność brutto na sprzedaży (32,0% vs. 35,0% naszej prognozy). Odchylenie jest efektem z jednej strony mniejszej sprzedaży bardziej rentownych produktów spółki-matki, z drugiej przekraczającej nasze oczekiwania sprzedaży pozostałej części Grupy. Nieco niższa od naszych przewidywań była też rentowność spółek zależnych. W samej jednostce dominującej rentowność była na poziomie nieznacznie przekraczającym ubiegłoroczny wynik i nasze oczekiwania. Odchylenie wyniku brutto na sprzedaży od naszej prognozy wyniosło -5,5% tj -17,5 mln PLN.

Koszty ogólne działalności wyniosły 158,5 mln PLN i były o 1,5 mln PLN wyższe od naszych założeń. Saldo pozostałej działalności operacyjnej zamknęło się kwotą -7,0 mln PLN (vs. -5,0 mln PLN naszej prognozy). W rezultacie zysk operacyjny Asseco Poland sięgnął 134,0 mln PLN i był o 13,5% niższy od naszych szacunków.

Jak już wspominaliśmy wyżej i lepsze od naszych szacunków było saldo na działalności finansowej, które sięgnęło +4,5 mln PLN przy -5,0 mln PLN naszej prognozy. Źródłem wyższego salda jest przede wszystkim 5,0 mln PLN zysku na zmianie wartości inwestycji finansowych. Podatek dochody wyniósł 20,0 mln PLN (efektywna stawka podatkowa na poziomie 14,5%), przy oczekiwanych przez nas 28,8 mln PLN. Zysk mniejszości był nieznacznie powyżej naszych prognoz (23,8 mln PLN vs 22,0 mln PLN oczekiwań), w wyniku czego zysk netto przypadający akcjonariuszom Asseco Poland sięgnął 94,6 mln PLN.

### Wyniki finansowe Asseco Poland w 4Q2009

(mln PLN)	4Q2009	4Q2008	zmiana	4Q2009P	różnica	konsensus	różnica
Przychody	935,7	867,4	7,9%	903,0	3,6%	896,0	4,4%
EBITDA	170,6	185,4	-8,0%	185,0	-7,7%	-	-
marża	18,2%	21,4%	-	20,5%	-	-	-
EBIT	134,0	160,1	-16,3%	155,0	-13,5%	153,0	-12,4%
Zysk brutto	138,6	156,5	-11,5%	150,0	-7,6%	-	-
Zysk netto	94,6	100,1	-5,4%	99,2	-4,6%	95,0	-0,4%

Źródło: Asseco Poland

## Perspektywy na przyszłość

### Zakończenie projektów w PKO BP i CEPiK

Bieżący rok będzie pierwszym po ukończeniu fazy projektowej systemów informatycznych PKO BP i CEPiK. W obu przypadkach Asseco Poland będzie nadal świadczyć usługi konserwacji i serwisu systemu. Będzie też odpowiadało za ewentualny rozwój powyższych aplikacji. Zakończenie budowy systemów i przejście do fazy konserwacji i serwisu będzie się z pewnością wiązało z ubytkiem przychodów w spółce dominującej. Wartość rocznej realizacji kontraktu w PKO BP sięgnęła w 2008 roku około 200 mln PLN, a kontraktu w CEPiK około 58,3 mln PLN. Spodziewamy się, że kontrybucja obydwu kontraktów w 2010 roku sięgnie około 160 mln PLN obniżając wynik operacyjny jednostki dominującej w porównaniu do 2009

roku o około 45 mln PLN. Część z powyższego ubytku zostanie zrekompensowana przez całkowite wchłonięcie ABG, które według planów zarządu ma przynieść 13,3 mln PLN oszczędności. Około 10 mln PLN dodatkowego zysku operacyjnego oczekujemy ze względu na całoroczną konsolidację wyników IT Practice A/S i Terminal Systems. Pozytywnie partycypować do wyników Grupy będą też spółki nabyte w końcówce roku przez Asseco South Eastern Europe (Probass 1,7 mln EUR zysku operacyjnego w 2009 roku, Pronet IT Consulting 1,2 mln EUR) oraz Asseco Slovakia (Statlogics 1,6 mln EUR). Łącznie przejęcia dokonane przez spółki zależne powinny przełożyć się na wzrost EBIT Grupy Kapitałowej o 17,5 mln PLN. Dodatkowo oczekujemy poprawy wyników w Asseco Slovaki płynącej przede wszystkim z restrukturyzacji Uniquare. Spodziewamy się, że austriacka spółka zależna osiągnie w tym roku rentowność, co przełoży się na dodatkowe 8 mln PLN zysku operacyjnego w Grupie. In minus na skonsolidowane wyniki Grupy będzie z kolei działało umocnienie złotego, które obniży EBIT Grupy o 12 mln PLN w porównaniu do 2009 roku. Uwzględniając powyższe czynniki zakładamy, że wynik operacyjny Asseco Poland obniży się w tym roku do 517,6 mln PLN wobec 525,5 mln PLN w roku ubiegłym.

### **Inwestycja w nieruchomości**

Asseco Poland dokonało zakupu od Polnordu nieruchomości na Wilanowie w Warszawie, która pierwotnie miała być wybudowana przez dewelopera pod wynajem dla Asseco. Cena zakupu gruntu z przygotowanym projektem i pozwoleniami na budowę wyniosła około 78,0 mln PLN. Celem inwestycji jest opuszczenie dotychczasowej lokalizacji przy ulicy Grójeckiej i oszczędzenie na wysokich stawkach czynszowych ponoszonych w obecnej siedzibie (około 26,4 mln PLN rocznie). Inwestycja (zakup gruntu + realizacja projektu) ma pochłonąć 200 mln PLN, z czego do 36 mln PLN może wynieść dotacja unijna (30% inwestycji wyłączając zakup gruntu).

Uwzględniając średnią rentowność na wynajmie uzyskiwaną przez deweloperów komercyjnych w Warszawie na poziomie 7,5% oraz koszt finansowania inwestycji na poziomie 3,5% (EURIBOR+2,5% marży) możemy stwierdzić, że sam zamysł inwestycji jest słuszny i w obecnych warunkach rynkowych wykupienie nieruchomości i samodzielne dokończenie jest dla Asseco Poland bardziej opłacalne niż późniejszy wynajem, a roczne oszczędności z tego tytułu wyniosą około 8 mln PLN (5 mln PLN po uwzględnieniu amortyzacji budynków). Umowę analizujemy przy tym z perspektywy bieżących warunków rynkowych, które naszym zdaniem w tej chwili pozwalają na wynajęcie 1 m<sup>2</sup> w takiej lokalizacji za około 15 EUR. Jeżeli na potrzeby analizy wykorzystalibyśmy warunki określone przez umowę przedwstępną z Polnordem (17,5 EUR/m<sup>2</sup>+ 350 PLN/miejsce parkingowe) skala wyliczonych oszczędności byłaby odpowiednio większa (7,4 mln PLN rocznie). Dodatkowo Asseco przyspiesza inwestycję, która pierwotnie miała być gotowa w kwietniu 2012 roku, a dzięki przejęciu kontroli nad realizacją, spółka planuje ukończyć inwestycję w 18 miesięcy, co przekłada się na dodatkowe 9,7 mln PLN oszczędności dzięki szybszemu opuszczeniu drogich lokalizacji. Łącznie z racji wykupu gruntu i samodzielnej realizacji projektu spółka zyskuje w porównaniu do wynajmu od Polnordu około 58,5 mln PLN w skali 10 lat (po uwzględnieniu amortyzacji). Wartości te mogą być jeszcze większe, jeśli uwzględnimy możliwość uzyskania dotację unijną. Przy uwzględnieniu uzyskania 30% dofinansowania skala, 10-letnich oszczędności rośnie do 72,9 mln PLN.

Jeszcze korzystniej wygląda porównanie kosztów utrzymania własnej nieruchomości na Wilanowie z dotychczasowym wynajmem nieruchomości na Grójeckiej. Począwszy od 2013 roku łączny koszt utrzymania nieruchomości w Warszawie wyniesie 10,0 mln PLN rocznie (8,6 mln PLN przy uzyskaniu dofinansowania) przy 26,4 mln PLN dotychczasowych rocznych kosztów.

Mimo powyższych korzyści płynących z inwestycji w biurowiec za rozwiązanie, które w praktyce powinno zostać zastosowane przez spółkę uważamy natychmiastowy zakup inwestycji z rynku. Cena 78,0 mln PLN nie oferuje specjalnego dyskonta dla Asseco w porównaniu do warunków rynkowych, a co za tym idzie zakup gotowej nieruchomości wiązałby się z podobnym wydatkiem z tą różnicą, że szybciej można byłoby opuścić drogą lokalizację zaoszczędzając dodatkowe 19,5 mln PLN (półtoraroczny czynsz najmu Grójeckiej pomniejszony o koszt utrzymania nowej siedziby oraz jej amortyzację). Istnienie przedwstępnej umowy najmu nie stanowi dla nas uzasadnienia dla wyboru droższej opcji, gdyż ze względu na opóźnienia w realizacji projektu z winy dewelopera umowa naszym zdaniem była łatwa do wypowiedzenia.

### **Emisja najprawdopodobniej w maju**

W maju ma dojść do emisji z prawem poboru do 3,87 mln akcji serii I z jednoczesnym umorzeniem takiej samej ilości akcji własnych posiadanych przez Asseco. Zarząd podtrzymuje, że minimalna cena, jaką będzie chciał uzyskać to 60,0 PLN za akcję i w wypadku nieuzyskania tego poziomu cenowego w ofercie zdecyduje się na sfinansowanie bieżących potrzeb gotówkowych z pomocą kredytu. Z uwagi na inwestycję w nieruchomości, plany



akwizycyjne, potrzeby gotówkowe mogą być jednak na tyle istotne, że dopuszczamy w przyszłości większą elastyczność zarządu w ustalaniu ceny emisyjnej. Nasz model wyceny zakłada 15% dyskonto od wartości akcji własnych w stosunku do wyceny rynkowej (49,0 PLN), co według nas z nadwyżką uwzględnia ryzyko odejścia zarządu od wcześniej sugerowanej ceny minimalnej w emisji).

### **Na horyzoncie nowe akwizycje**

Zgodnie z wypowiedzią prezesa Adama Górala Asseco Poland jest zainteresowane zakupem spółki notowanej na NASDAQ i działającej głównie na rynku amerykańskim. Kwota akwizycji będzie wymagać według słów prezesa spieniężenia pozostałych 5,5 mln akcji własnych spółki. Dotychczasową politykę spółki w zakresie akwizycji, polegającą na przejmowaniu większej ilości mniejszych wyspecjalizowanych spółek z mocno zdefiniowanym portfolio produktów i klientów (de facto kupowanie produktów nie spółek) oceniamy bardzo pozytywnie. Ograniczała ona ryzyko operacyjne problemów restrukturyzacyjnych jak i wpływ ewentualnego niepowodzenia fuzji na działalność całej Grupy. Tymczasem planowana inwestycja na rynku amerykańskim stanowi zaprzeczenie dotychczasowej metody działania Asseco. Przejęty podmiot będzie dość duży (inwestycja na poziomie około 350 mln PLN za zapewne około 50% akcji implikuje podmiot generujący około 120 mln USD) i działa na rynku, który nie został jeszcze dobrze poznany przez spółkę, co naszym zdaniem stwarza większe niż przy poprzednich przejęciach ryzyko nieudanej transakcji.

Dodatkowo tak duże zaangażowanie w amerykańską akwizycję powoduje, że mniejsze środki będą możliwe do przeznaczenia na zakupy w Hiszpanii oraz Skandynawii chyba, że Grupa zdecyduje się na znaczne zwiększenie zadłużenia. W takich okolicznościach wydaje się, że przy sprzedaży akcji własnych pozycja negocjacyjna spółki w ustalaniu ceny minimalnej może być znacznie mniejsza niż w chwili obecnej.

### **Dywidenda za 2009 rok**

Zgodnie z rekomendacją zarządu na WZA będzie przedstawiona propozycja wypłaty z zysku 2009 roku 1,47 PLN na akcję przy czym z dywidendy zostaną wyłączone akcje własne jakie nie zostaną włączone do obiegu do czasu ustalenia prawa do dywidendy. Daje to łączną kwotę wypłaty z zysku na poziomie 100,3 mln PLN (106,0 mln PLN przy założeniu przeprowadzenia emisji akcji serii I) i zarazem 43,2% (45,7%) środków po jakie spółka zwróci się w maju do inwestorów.

## Wycena

### Podsumowanie wyceny Asseco Poland

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	5156,2	50%	
Wycena porównawcza	5198,3	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	5280,2	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	5116,3	50%	
<b>Średnia</b>	<b>5177,2</b>		<b>5592,7</b>
na 1 akcję Asseco Poland			72,1

### Wycena na tle spółek porównawczych

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA oraz P/E dla zagranicznych spółek informatycznych na lata 2010-2012. Dla kolejnych lat przyjmujemy odpowiednio wagi 25%, 45% i 30%.

Asseco Poland notowane jest według naszych prognoz po wskaźniku P/E na poziomie 13,3 na 2010 rok i 12,5 na rok 2011. Daje to odpowiednio 11,0% i 9,7% dyskonta do mediany dla spółek porównywalnych. Wskaźniki EV/EBITDA Asseco na lata 2010-2011 (odpowiednio 7,6 i 7,0) dają 8,4% i 2,5% dyskonta do mediany dla spółek porównywalnych. Należy ponadto pamiętać, że powyższe wskaźniki nie uwzględniają faktu posiadania przez Asseco 12% swojego kapitału zakładowego w formie akcji własnych. Po skorygowaniu wskaźników o powyższy pakiet na 2010 rok Asseco notowane jest przy 11,9 P/E oraz 6,9 EV/EBITDA (20,1% oraz 17,0% dyskonta do spółek porównywalnych).

### Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla spółek informatycznych

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Microsoft Corp		9,3	8,4	7,6	14,9	13,5	11,8
Cap Gemini		6,6	5,5	4,8	20,5	15,1	12,3
SAP AG		11,3	10,3	9,3	17,6	15,8	13,9
Oracle Corp		10,1	8,7	8,3	16,4	14,1	12,6
Accenture Ltd		8,0	7,5	7,2	15,7	14,1	12,4
Indra Sistemas		8,6	8,1	8,1	12,6	11,8	11,5
Tietoerator		6,8	6,2	5,6	13,6	11,9	10,5
Atos Origin SA		5,7	5,0	4,6	14,6	11,8	10,4
LOGICA Plc		7,0	6,7	6,2	10,5	9,6	8,9
IBM		7,3	6,9	6,4	11,6	10,7	10,1
Comarch		11,2	8,2	6,8	20,9	16,0	13,4
Sygnity		9,4	5,1	4,0	-	14,3	8,5
Maksimum		11,3	10,3	9,3	20,9	16,0	13,9
Minimum		5,7	5,0	4,0	10,5	9,6	8,5
<b>Mediana</b>		<b>8,3</b>	<b>7,2</b>	<b>6,6</b>	<b>14,9</b>	<b>13,8</b>	<b>11,6</b>
Asseco Poland	57,6	<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>6,4</b>	<b>13,3</b>	<b>12,5</b>	<b>11,5</b>
premia / dyskonto		-8,4%	-2,5%	-2,8%	-11,0%	-9,7%	-1,1%
Asseco Poland adj		<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>11,9</b>	<b>11,2</b>	<b>10,3</b>
premia / dyskonto		-17,0%	-12,1%	-12,8%	-20,1%	-19,0%	-11,1%

### Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Asseco Poland w okresie od 2010 do 2019 roku.
2. W okresie prognozy oraz po okresie objętym prognozą zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,7% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
3. Po okresie prognozy przyjmujemy wzrost FCF na poziomie 3,0%.
4. W wycenie akcji własnych stosujemy 15% dyskonto do wartości rynkowej akcji i traktujemy jako dodatkowe zasoby gotówkowe spółki.
5. Zdyskontowana wartość akcji własnych pomniejsza kapitalizację spółki w wycenie porównawczej.

**Model DCF**

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>3 193,7</b>	<b>3 389,2</b>	<b>3 616,2</b>	<b>3 886,0</b>	<b>4 089,3</b>	<b>4 280,4</b>	<b>4 479,7</b>	<b>4 653,3</b>	<b>4 831,4</b>	<b>5 016,5</b>	
zmiana	4,7%	6,1%	6,7%	7,5%	5,2%	4,7%	4,7%	3,9%	3,8%	3,8%	
<b>EBITDA</b>	<b>641,2</b>	<b>663,2</b>	<b>692,0</b>	<b>725,2</b>	<b>756,5</b>	<b>785,4</b>	<b>815,1</b>	<b>840,7</b>	<b>864,4</b>	<b>888,8</b>	
marża EBITDA	20,1%	19,6%	19,1%	18,7%	18,5%	18,3%	18,2%	18,1%	17,9%	17,7%	
Amortyzacja	123,7	126,2	128,8	130,9	133,0	135,1	137,2	139,5	139,5	139,5	
<b>EBIT</b>	<b>517,6</b>	<b>537,0</b>	<b>563,1</b>	<b>594,3</b>	<b>623,6</b>	<b>650,3</b>	<b>677,9</b>	<b>701,2</b>	<b>724,9</b>	<b>749,3</b>	
marża EBIT	16,2%	15,8%	15,6%	15,3%	15,2%	15,2%	15,1%	15,1%	15,0%	14,9%	
Opodatkowanie EBIT	98,3	102,0	107,0	112,9	118,5	123,6	128,8	133,2	137,7	142,4	
<b>NOPLAT</b>	<b>419,2</b>	<b>435,0</b>	<b>456,2</b>	<b>481,4</b>	<b>505,1</b>	<b>526,7</b>	<b>549,1</b>	<b>568,0</b>	<b>587,2</b>	<b>607,0</b>	
CAPEX	-311,8	-168,7	-176,6	-136,1	-139,1	-141,3	-143,4	-149,0	-139,5	-139,5	
Kapitał obrotowy	-13,9	-12,7	-14,5	-16,9	-9,7	-9,4	-18,4	-27,1	-15,7	-16,6	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>217,1</b>	<b>379,8</b>	<b>393,8</b>	<b>459,3</b>	<b>489,3</b>	<b>511,0</b>	<b>524,5</b>	<b>531,3</b>	<b>571,5</b>	<b>590,3</b>	<b>608,0</b>
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	
współczynnik dyskonta	92,7%	83,7%	75,6%	68,3%	61,7%	55,7%	50,4%	45,5%	41,1%	37,1%	
PV FCF	201,2	317,9	297,8	313,7	301,9	284,8	264,1	241,7	234,8	219,1	
<b>WACC</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>
Koszt długu	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	0,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy			3,0%	<b>Analiza wrażliwości</b>							
Wartość rezydualna (TV)			7 896,3	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)			2 930,8								
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy			2 677,0		<b>1,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,0%</b>		
Wartość firmy (EV)			5 607,8	WACC +1,0pp	56,2	59,0	62,4	66,7	72,3		
Dług netto			-210,2	WACC +0,5pp	59,6	62,8	66,8	71,9	78,7		
Inne aktywa nieoperacyjne			443,2	WACC	63,4	67,1	<b>71,8</b>	77,9	86,1		
Udziałowcy mniejszościowi			1 104,9	WACC -0,5pp	67,6	71,9	77,5	84,8	95,0		
Wartość firmy			5 156,2	WACC -1,0pp	72,2	77,4	84,0	93,0	105,8		
Liczba akcji (mln.)			77,6								
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>			<b>66,5</b>								
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego			8,0%								
<b>Cena docelowa</b>			<b>71,8</b>								
EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej			8,7								
P/E(*10) dla ceny docelowej			16,5								
Udział TV w EV			52%								

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 786,6</b>	<b>3 050,3</b>	<b>3 193,7</b>	<b>3 389,2</b>	<b>3 616,2</b>	<b>3 886,0</b>	<b>4 089,3</b>
<i>zmiana</i>	117,3%	9,5%	4,7%	6,1%	6,7%	7,5%	5,2%
Oprogramowanie i usługi własne	1 519,2	1 654,4	1 753,9	1 868,1	2 000,4	2 157,5	2 278,5
Oprogramowanie i usługi obce	503,5	546,4	577,1	612,4	653,5	702,2	738,9
Sprzęt i infrastruktura	565,7	604,7	629,1	657,5	690,7	730,5	756,5
Outsourcing	100,1	111,6	121,1	131,9	144,4	159,0	171,4
Teleinformatyka	83,5	90,6	95,7	101,6	108,4	116,4	122,5
Pozostała sprzedaż	14,6	15,8	16,7	17,7	18,9	20,3	21,4
<b>Koszty sprzedanych produktów</b>	<b>1 810,1</b>	<b>2 007,2</b>	<b>2 135,7</b>	<b>2 282,0</b>	<b>2 451,7</b>	<b>2 652,8</b>	<b>2 797,2</b>
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>976,5</b>	<b>1 043,1</b>	<b>1 058,0</b>	<b>1 107,1</b>	<b>1 164,5</b>	<b>1 233,2</b>	<b>1 292,1</b>
Koszty sprzedaży	202,9	220,8	231,2	245,3	261,8	281,3	296,0
koszty ogólnego zarządu	276,7	302,3	307,0	322,5	337,3	355,2	370,0
<b>Zysk netto na sprzedaży</b>	<b>496,9</b>	<b>520,0</b>	<b>519,8</b>	<b>539,3</b>	<b>565,5</b>	<b>596,7</b>	<b>626,0</b>
Pozostała działalność operacyjna	-2,6	5,5	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5
<b>EBIT</b>	<b>494,3</b>	<b>525,5</b>	<b>517,6</b>	<b>537,0</b>	<b>563,1</b>	<b>594,3</b>	<b>623,6</b>
<i>zmiana</i>	108,9%	6,3%	-1,5%	3,7%	4,9%	5,5%	4,9%
<i>marża EBIT</i>	17,7%	17,2%	16,2%	15,8%	15,6%	15,3%	15,2%
Wynik na działalności finansowej	-37,8	-8,5	-4,3	8,3	27,8	50,4	76,7
Pozostałe	36,7	-2,6	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>493,2</b>	<b>514,4</b>	<b>514,9</b>	<b>547,1</b>	<b>592,7</b>	<b>646,6</b>	<b>702,2</b>
Podatek dochodowy	-93,7	-76,5	-97,8	-103,9	-112,6	-122,8	-133,4
Udziałowcy mniejszościowi	77,9	64,5	80,0	84,9	92,0	100,4	109,0
<b>Zysk netto</b>	<b>321,6</b>	<b>373,4</b>	<b>337,1</b>	<b>358,2</b>	<b>388,1</b>	<b>423,3</b>	<b>459,8</b>
<i>zmiana</i>	99,7%	16,1%	-9,7%	6,2%	8,3%	9,1%	8,6%
<i>marża</i>	11,5%	12,2%	10,6%	10,6%	10,7%	10,9%	11,2%
Amortyzacja	97,6	120,5	123,7	126,2	128,8	130,9	133,0
<b>EBITDA</b>	<b>591,8</b>	<b>646,1</b>	<b>641,2</b>	<b>663,2</b>	<b>692,0</b>	<b>725,2</b>	<b>756,5</b>
<i>zmiana</i>	115,6%	9,2%	-0,7%	3,4%	4,3%	4,8%	4,3%
<i>marża EBITDA</i>	21,2%	21,2%	20,1%	19,6%	19,1%	18,7%	18,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6
EPS	4,1	4,8	4,3	4,6	5,0	5,5	5,9
CEPS	5,4	6,4	5,9	6,2	6,7	7,1	7,6
ROAE	10,9%	9,2%	7,5%	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%
ROAA	7,2%	6,5%	5,7%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%



## Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>AKTYWA</b>	<b>5 728,6</b>	<b>5 715,3</b>	<b>6 055,7</b>	<b>6 448,0</b>	<b>6 879,0</b>	<b>7 355,4</b>	<b>7 850,8</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>4 268,2</b>	<b>4 422,1</b>	<b>4 610,9</b>	<b>4 654,3</b>	<b>4 703,2</b>	<b>4 709,6</b>	<b>4 716,7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	334,5	366,9	395,1	401,5	408,7	409,4	410,4
Wartości niematerialne	2 615,7	2 636,7	2 796,7	2 832,8	2 873,4	2 877,8	2 883,1
Wartość firmy z konsolidacji	1 206,8	1 280,7	1 280,7	1 280,7	1 280,7	1 280,7	1 280,7
Aktywa finansowe	22,8	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4
Długoterminowe pożyczki	11,8	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Należności długoterminowe	40,3	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6
Środki pieniężne zastrzeżone	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	23,3	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	12,3	14,1	14,8	15,7	16,7	18,0	18,9
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>1 460,4</b>	<b>1 293,2</b>	<b>1 444,8</b>	<b>1 793,7</b>	<b>2 175,9</b>	<b>2 645,8</b>	<b>3 134,1</b>
Zapasy	61,3	45,7	54,4	64,4	75,9	89,4	94,3
Rozliczenia międzyokresowe	68,8	64,5	67,5	71,6	76,4	82,1	86,4
Należności handlowe	629,9	569,4	604,9	651,2	704,8	768,0	819,4
Inne należności	189,7	247,2	248,5	250,2	252,2	254,5	256,3
Aktywa finansowe	59,0	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7
Środki pieniężne	451,8	342,8	445,8	732,6	1 042,9	1 428,0	1 854,1
<b>PASYWA</b>	<b>5 728,5</b>	<b>5 715,3</b>	<b>6 055,7</b>	<b>6 448,0</b>	<b>6 879,0</b>	<b>7 355,4</b>	<b>7 850,8</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>3 782,8</b>	<b>4 318,2</b>	<b>4 623,3</b>	<b>4 965,3</b>	<b>5 337,9</b>	<b>5 745,2</b>	<b>6 187,0</b>
Kapitał akcyjny	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6
Kapitały rezerwowe	3 552,3	3 498,5	3 498,5	3 498,5	3 498,5	3 498,5	3 498,5
Zyski zatrzymane	451,8	785,2	1 010,3	1 267,4	1 548,0	1 854,9	2 187,7
Kapitały mniejszości	379,9	635,8	715,7	800,7	892,7	993,1	1 102,1
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>802,6</b>	<b>468,9</b>	<b>475,1</b>	<b>483,5</b>	<b>493,3</b>	<b>504,9</b>	<b>513,6</b>
Kredyty i pożyczki	88,5	30,6	30,6	30,6	30,6	30,6	30,6
Długoterminowe zobowiązania finansowe	578,3	303,8	303,8	303,8	303,8	303,8	303,8
Rezerwy	107,9	106,8	111,8	118,7	126,6	136,1	143,2
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	24,4	24,4	25,5	27,1	28,9	31,1	32,7
Pozostałe zobowiązania	3,6	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1 143,1</b>	<b>928,2</b>	<b>957,3</b>	<b>999,3</b>	<b>1 047,8</b>	<b>1 105,3</b>	<b>1 150,2</b>
Kredyty i pożyczki	103,8	102,1	102,1	102,1	102,1	102,1	102,1
Zobowiązania handlowe	291,0	282,2	300,3	327,1	358,2	394,8	424,0
Inne zobowiązania	479,3	308,4	308,4	308,4	308,4	308,4	308,4
Rezerwy	42,9	23,2	24,2	25,7	27,5	29,5	31,0
Rozliczenia międzyokresowe	226,2	212,4	222,4	236,0	251,8	270,6	284,7
Dług	192,3	132,6	132,6	132,6	132,6	132,6	132,6
Dług netto	-259,4	-210,2	-313,1	-599,9	-910,3	-1 295,4	-1 721,4
(Dług netto / Kapitał własny)	-6,9%	-4,9%	-6,8%	-12,1%	-17,1%	-22,5%	-27,8%
(Dług netto / EBITDA)	-0,4	-0,3	-0,5	-0,9	-1,3	-1,8	-2,3
<b>BVPS</b>	<b>48,8</b>	<b>55,7</b>	<b>59,6</b>	<b>64,0</b>	<b>68,8</b>	<b>74,1</b>	<b>79,8</b>

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>531,7</b>	<b>462,7</b>	<b>531,2</b>	<b>548,3</b>	<b>566,7</b>	<b>587,3</b>	<b>615,4</b>
Zysk brutto	493,2	514,4	514,9	547,1	592,7	646,6	702,2
Odsetki	37,8	8,5	4,3	-8,3	-27,8	-50,4	-76,7
Amortyzacja	97,6	120,5	123,7	126,2	128,8	130,9	133,0
Kapitał obrotowy	140,0	-68,3	-13,9	-12,7	-14,5	-16,9	-9,7
Podatek	-77,0	-76,5	-97,8	-103,9	-112,6	-122,8	-133,4
Pozostałe	-159,8	-36,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-313,2</b>	<b>-495,4</b>	<b>-316,2</b>	<b>-160,3</b>	<b>-148,9</b>	<b>-85,7</b>	<b>-62,4</b>
CAPEX	-97,6	-456,8	-311,8	-168,7	-176,6	-136,1	-139,1
Inwestycje kapitałowe	-177,8	-30,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-37,8	-8,5	-4,3	8,3	27,8	50,4	76,7
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-54,2</b>	<b>-86,7</b>	<b>-112,0</b>	<b>-101,1</b>	<b>-107,5</b>	<b>-116,4</b>	<b>-127,0</b>
Dług	-70,8	-59,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	110,3	91,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-78,1	-118,4	-112,0	-101,1	-107,5	-116,4	-127,0
Inne	-15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>164,3</b>	<b>-119,4</b>	<b>103,0</b>	<b>286,8</b>	<b>310,3</b>	<b>385,2</b>	<b>426,0</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	451,8	342,8	445,8	732,6	1 042,9	1 428,0	1 854,1
DPS (PLN)	1,5	1,4	1,3	1,4	1,5	1,6	1,8
FCF	540,3	32,6	217,1	379,8	393,8	459,3	489,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,4%

**Wskaźniki rynkowe**

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
P/E	13,9	12,0	13,3	12,5	11,5	10,6	9,7
P/CE	10,7	9,0	9,7	9,2	8,6	8,1	7,5
P/BV	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
P/S	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
FCF/EV	11,8%	0,7%	4,5%	8,1%	8,8%	11,0%	12,7%
EV/EBITDA	7,8	7,6	7,6	7,0	6,4	5,7	5,1
EV/EBIT	9,3	9,3	9,4	8,7	7,9	7,0	6,2
EV/S	1,6	1,6	1,5	1,4	1,2	1,1	0,9
DYield	2,7%	2,5%	2,3%	2,4%	2,6%	2,8%	3,1%

**Cena (PLN)**

Liczba akcji na koniec roku (mln)	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6
MC (mln PLN)	4467,8	4467,8	4467,8	4467,8	4467,8	4467,8	4467,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	379,9	635,8	715,7	800,7	892,7	993,1	1102,1
EV (mln PLN)	4 588,3	4 893,4	4 870,4	4 668,5	4 450,2	4 165,5	3 848,5



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

#### Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

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

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

#### Maklerzy:

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

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

#### „Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Asseco Poland**

Rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-09-02	2009-11-19
kurs z dnia rekomendacji	61,50	57,30
WIG w dniu rekomendacji	37372,21	39985,30