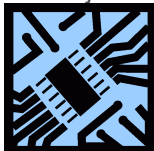


21 maja 2010

Komentarz specjalny


**IT**  
Polska

# Asseco Poland

SOBK. WA; ACP.PW

**Kupuj**

(Niezmieniona)

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

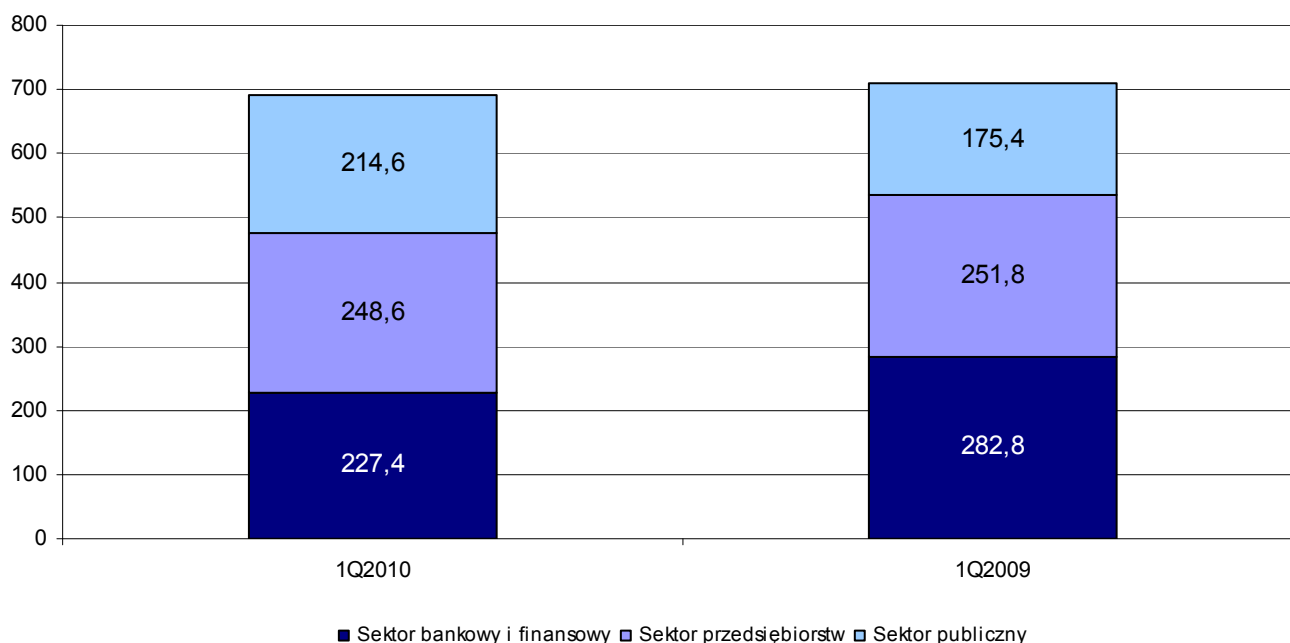
**Bardzo dobre rozpoczęcie roku**
**Obecna cena 53,60 PLN, Cena docelowa 72,10 PLN**

Wyniki 1Q2010 w Asseco Poland ukształtowały się powyżej naszych prognoz i konsensusu rynkowego. Jednocześnie spółce udało się uplasować 3,88 mln akcji serii I, za które pozyskała środki netto w wysokości 204,5 mln PLN. Naszym zdaniem zamknięcie kwestii dodatkowej podaży wynikającej z powyższej emisji powinno przychylnie zostać odebrane przez inwestorów. Według naszych prognoz spółka notowana jest obecnie po wskaźniku P/E na poziomie 12,3 co stanowi 10,5% dyskonto do spółek porównywalnych. Dodatkowo spółka wciąż posiada 5,43 mln akcji własnych, które stanowią około 7,0% kapitału zakładowego spółki, co dodatkowo powiększa dyskonto do porównywalnych spółek. Środki z emisji powiększają stan gotówki netto w spółce do poziomu 316 mln PLN, a wartość rynkowa posiadanych akcji własnych wynosi w tej chwili dodatkowe 291 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Dobre wyniki spółki matki źródłem pozytywnego zaskoczenia

Wyniki Asseco Poland ukształtowały się powyżej naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Źródłem pozytywnego zaskoczenia są przede wszystkim bardzo dobre wyniki spółki-matki, która wypracowała 291,0 mln PLN przychodów i 86,6 mln PLN zysku operacyjnego. Wzrost przychodów w jednostce dominującej jest związany częściowo z połączeniem z ABG, a częściowo nadrobieniem przesunięć w realizacji kontraktów, które były widoczne w rezultatach czwartego kwartału. Po stronie kosztowej pozytywnie na wyniki spółki –matki wpłynęło uzyskanie zwrotu 4,6 mln PLN kosztu wynagrodzeń wynikające z uzyskania 36 mln PLN dofinansowania unijnego dla Centrum Usług IT (dofinansowanie obejmuje dwuletni okres i będzie też widoczne w wynikach kolejnych kwartałów). Na wysokości wyniku netto Grupy zaważył też uwzględniany przez nas w prognozie uzyskany zwrot pożyczki (w formie przejęcia nieruchomości) dla Prokomu Investments na kwotę około 21,0 mln PLN oraz odpis wartości firmy w Gladstone na kwotę 9,4 mln PLN, co nie było przez nas zakładane w prognozie.

### Przychody Asseco Poland w 1Q2010 w rozbiciu na segmenty działalności



Źródło: Asseco Poland

Przychody Grupy wyniosły 690,6,7 mln PLN, wobec 710,0 mln PLN przed rokiem i 715,0 mln PLN naszych oczekiwań. Spadek przychodów został spowodowany głównie przez zmniejszenie się obrotów na rynku bałkańskim (-23,7 mln PLN) oraz na rynku słowackim (-18,0 mln PLN). Spadki sprzedaży na tych rynkach zostały częściowo zrekomensowane przez większą aktywność na obszarze Europy Zachodniej, gdzie Asseco Poland włączyło do konsolidacji swoje nabytki z Hiszpanii i Danii (wzrost przychodów o 24,1 mln PLN w kategorii pozostałe rynki).

Wyższa od naszych oczekiwań była rentowność brutto na sprzedaży (34,3% vs. 32,2% naszej prognozy). Odchylenie jest efektem z jednej strony większej sprzedaży bardziej rentownych produktów spółki-matki, a także większej od oczekiwań rentowności w ramach jednostki dominującej (41,7% vs. 40,5% naszej prognozy). Wysoka rentowność spółki matki została przy tym osiągnięta mimo połączenia z mniej rentownym ABG.

Koszty ogólne działalności wyniosły 127,3 mln PLN i były o 1,7 mln PLN niższe od naszych założeń. Saldo pozostałej działalności operacyjnej zamknęło się kwotą +1,7 mln PLN wobec zakładanych przez nas -1,0 mln PLN. W rezultacie powyższych czynników zysk operacyjny Asseco Poland sięgnął 121,3 mln PLN i był o 10,1% wyższy od naszych szacunków oraz o 10,2% przekroczył oczekiwania rynkowe.

### Wyniki Asseco Poland w 1Q2010 vs prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	1Q2010	1Q2009	zmiana	1Q2010P	różnica	konsensus	różnica
Przychody	690,6	710,0	-2,7%	715,0	-3,4%	709,4	-2,6%
EBITDA	151,3	141,6	6,8%	148,2	2,0%	145,6	3,9%
marża	21,9%	19,9%	-	20,7%		-	
EBIT	121,3	114,6	5,9%	110,2	10,1%	110,1	10,2%
Zysk brutto	133,9	104,7	27,9%	129,5	3,4%	-	-
Zysk netto	95,5	75,0	27,2%	88,9	7,4%	87,9	8,6%

Źródło: Asseco Poland, szacunki DI BRE Banku SA, PAP

### Przychody Asseco Poland w 1Q2010 w podziale na segmenty geograficzne

(mln PLN)	1Q2010	1Q2009	zmiana
Rynek polski	416,0	413,4	0,63%
Rynek bałkański	92,3	115,0	-19,73%
Rynek niemiecki	36,1	36,4	-0,85%
Rynek słowacki	115,5	133,0	-13,15%
Pozostałe	57,6	33,5	71,79%
Wyłączenia	-26,9	-21,3	

Źródło: Asseco Poland

Saldo na działalności finansowej wyniosło w omawianym okresie +11,4 mln PLN. Jak wspomnieliśmy wyżej wpływ na jego wartość miało rozpoznanie zwrotu odpisanej pożyczki dla Prokomu Investments. Saldo ukształtowało się poniżej naszych oczekiwań, które były na poziomie +19,0 mln PLN, na co wpływ miały odpisy wartości aktywów finansowych w wysokości 11,2 mln PLN (w tym 9,4 mln PLN z tytułu odpisu wartości firmy w Gladstone).

Podatek dochodowy wyniósł 26,9 mln PLN (efektywna stawka podatkowa na poziomie 20,1%), przy oczekiwanych przez nas 24,6 mln PLN. Zysk mniejszości ukształtował się poniżej naszych prognoz (11,5 mln PLN vs. 16,0 mln PLN oczekiwań), w wyniku czego zysk netto przypadający akcjonariuszom Asseco Poland sięgnął 95,5 mln PLN, wobec 88,9 mln PLN naszej prognozy.

### Uplasowanie emisji akcji I

Spółka wyemitowała 3,88 mln akcji serii I, które zostały objęte przez inwestorów. Cena emisyjna akcji wyniosła 54,0 PLN, co pozwoliło Asseco Poland uzyskać po uwzględnieniu kosztów emisji środki netto w wysokości 204,5 mln PLN, które mają być wykorzystane w planowanych akwizycjach. Powodzenie emisji ogranicza czynnik dodatkowej podaży akcji, który w naszym odczuciu powodował uwzględnianie w wycenie spółki dyskonta do spółek porównywalnych. W naszym ostatnim raporcie uwzględnialiśmy 15% dyskonto dla wartości rynkowej pakietu akcji własnych (49,0 PLN za akcję). Uzyskana cena emisyjna stanowiła zatem pozytywne odchylenie od założeń naszego modelu.

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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klisczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.klisczyk@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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@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)

#### Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46  
Kierownik Zespołu  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

*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.

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.

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

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.

*DI BRE Banku S.A.* pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

*DI BRE Banku S.A.* otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy *DI BRE* było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimy, LW Bogdanka.

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

*DI BRE Banku S.A.* pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia S.A.

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.