



Dom Maklerski BDM S.A.

ASSECO POLAND

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ (RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 63,0 PLN

24 STYCZNIA 2017, 11:43 CEST

Decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji dla Asseco Poland od zalecenia Akumuluj z ceną docelową 63,0 PLN. Akcentujemy mocne perspektywy w segmencie komercyjnym oraz w ochronie zdrowia, co powinno mieć pozytywne odzwierciedlenie w ścieżce wynikowej za 2017 rok. Również mocny dolar ma szansę w najbliższych kwartałach pozytywnie wpływać na wyniki generowane przez spółkę. Twierdzimy także, że zbliżająca się realizacja projektów publicznych współfinansowanych ze środków unijnych, powinna w najbliższych latach być okazją do dalszej poprawy rezultatów wypracowywanych przez Asseco Poland.

Dotychczasowe spowolnienie widoczne w wynikach było efektem dużej ekspozycji podmiotu dominującego na sektor administracji publicznej i znacznych udziałów mniejszości w spółkach z ekspozycją na rynek komercyjny. W 2016 roku dało się odczuć wyraźne spowolnienie w przetargach publicznych wywołane przez opóźnienie w uruchamianiu projektów finansowanych z nowej perspektywy finansowej UE. Na problemy na rynku krajowym nałożyła się także słabsza sprzedaż w Rosji, będąca skutkiem zmiany polityki jednego z kluczowych klientów Asseco. Postanowił on przenieść obsługę informatyczną we własne struktury. Pozytywnym czynnikiem była natomiast słaba złotówka oraz wyraźny wzrost w segmencie komercyjnym, który przypadł na Polskę, spółki działające w Europie oraz podmioty izraelskie.

W 2017 roku głównym źródłem wzrostu przychodów powinny być w dalszym ciągu spółki izraelskie, które z powodzeniem zwiększają swoją obecność na rynkach międzynarodowych. W naszym odczuciu najbardziej pozytywnie będzie kontrybuował Sapiens, który w 2016 mocno postawił na rozwój struktur sprzedażowych, co według nas w najbliższych okresach znajdzie odzwierciedlenie w wynikach tego podmiotu. Pozytywnie zapatrujemy się także na rynek komercyjny w Polsce, gdzie podmioty zależne od spółki powinny odczuwać zwiększony popyt na swoje produkty dzięki zmianom w systemie kontroli skarbowej. Stworzenie międzynarodowego centrum kompetencyjnego w zakresie systemów ERP traktujemy jako okazję na pozyskanie synergii sprzedażowych i dalsze zwiększanie ekspansji zagranicznej Asseco BS. Według nas rok 2017 powinien przynieść także ożywienie w obszarze administracji publicznej. Pewnym ryzykiem może być zmiana podejścia administracji centralnej do zamówień publicznych. Zgodnie z nową polityką projekty miałyby być rozpisywane na kilka mniejszych zamówień, co ułatwiłoby uczestnictwo w przetargach także mniejszym podmiotom. Jednak opóźnienie w rozpisywaniu przetargów może skutkować ich kulminacją w relatywnie krótkim odstępie czasu. W efekcie małe spółki mogą nie mieć wystarczających zasobów aby startować we wszystkich przetargach, co odbiłoby się z korzyścią dla dużych graczy jakim jest Asseco Poland. Spodziewamy się, że jednym z pierwszych sektorów, w którym będzie odczuwalne ożywienie jest ochrona zdrowia, gdzie spółka posiada większość rynku.

Wycena DCF [PLN]	63,9
Wycena porównawcza [PLN]	60,7
Wycena końcowa [PLN]	63,0
Potencjał do wzrostu / spadku	13,5%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	55,5
Kapitalizacja [mln PLN]	4 606,5
Ilość akcji [mln. szt.]	83,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	57,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	50,3

Stopa zwrotu za 3 mc	1,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	6,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-8,4%

Struktura akcjonariatu:

Aviva OFE	11,3%
Adam Góral	9,7%
PZU OFE	5,2%
NN OFE	5,0%
Pozostali	68,8%

Marek Jurzec

tel. (032) 20-81-435

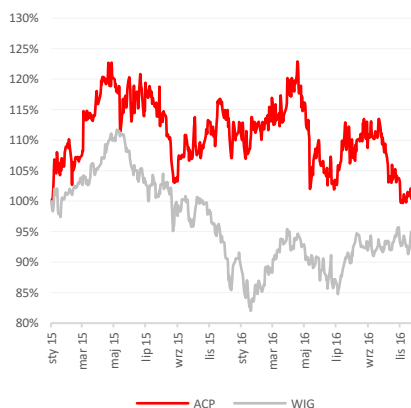
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	6 231,9	7 256,2	7 865,8	8 593,4	9 160,2	9 567,9
EBITDA [mln PLN]	905,1	1 007,7	1 068,6	1 123,9	1 201,9	1 254,6
EBIT [mln PLN]	636,7	745,2	776,3	835,7	922,7	976,1
Wynik netto [mln PLN]	358,4	365,5	311,7	351,4	377,7	401,6
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E	12,8	12,5	14,7	13,0	12,1	11,4
EV/EBITDA	5,0	4,5	4,5	4,2	3,9	3,6
EV/EBITDA Skorygowany*	7,8	8,0	8,1	7,9	7,2	6,9
EV/EBIT	6,8	6,1	6,2	5,7	5,1	4,6
EV/EBIT Skorygowany*	11,5	10,4	11,6	10,8	9,6	9,0

*Mnożniki zostały skorygowane o udziały mniejszości



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

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	10
WYNIKI ZA 3Q'16.....	11
INFORMACJE O SPÓŁCE.....	17
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY	29
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	31

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 2017 - 2018 dała cenę jednej akcji na poziomie 60,7 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 63,9 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 63,0 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

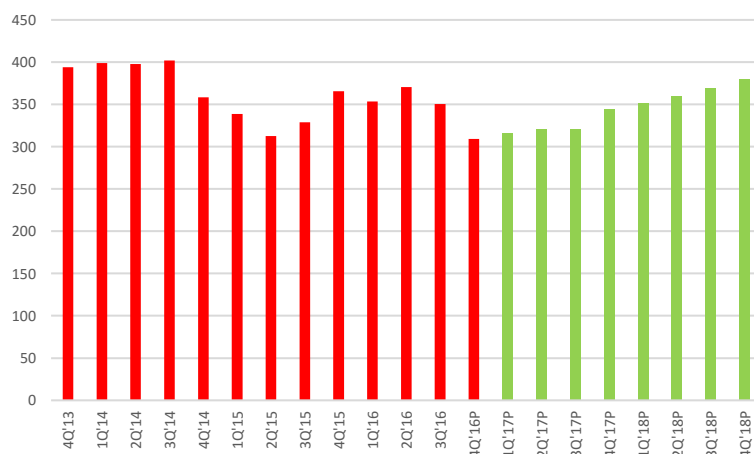
	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	63,9
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	60,7
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		63,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Pozytywnie oceniamy perspektywę jakie rysują się przed spółką w kolejnych okresach. Uważamy że sektor komercyjny w dalszym ciągu powinien pozytywnie kontrybuować do skonsolidowanych wyników grupy. Szczególny potencjał dostrzegamy w Asseco BS oraz w Sapiensie. Podmiot ten obecnie mocno inwestuje w struktury sprzedażowe, które również w kolejnych okresach mają zapewnić tej spółce silny dwucyfrowy wzrost sprzedaży. Przejściowo wiąże się to z nieco wyższymi kosztami, co miało odzwierciedlenie w postaci obniżenia prognoz na 2016 rok dotyczących poziomu rentowności, pomimo podniesienia oczekiwań co do sprzedaży. Jeśli chodzi o rynek polski to zmiany wprowadzone w zakresie kontroli podatkowej generują obecnie wyższy popyt na rozwiązania oferowane przez podmioty z grupy kapitałowej i według nas ta tendencja utrzyma się także w 2017 roku. W poprawie wyników na rynku aplikacji biznesowych pomóc ma także koncentracja zasobów związanych z tworzeniem systemów ERP w ramach jednego podmiotu. Oceniamy, że w perspektywie kolejnych lat przyniesie to wymierne synergije przychodowe oraz kosztowe i spółka będzie miała szansę na powtórzenie w na rynku ERP sukcesu jaki odniósł Sapiens w rozwiązaniach dla sektora ubezpieczeniowego.

W perspektywie 2H'17 drugim filarem wzrostu powinien stać się sektor publiczny, jednak w 4Q'16 to właśnie słaba koniunktura w tym obszarze może odpowiadać za gorsze wyniki r/r. Początek 2017 roku także raczej nie przyniesie przełomu i ożywienia należy oczekiwać dopiero w 3Q'17. Zakładamy, że jednym z pierwszych obszarów, w którym powinny zostać uruchomione inwestycje będzie ochrona zdrowia. Zgodnie podpisaną przez prezydenta ustawą, od 1 stycznia 2018 roku recepty, skierowania i zlecenia na zaopatrzenie mają mieć wyłącznie formę elektroniczną. Ponadto niektóre województwa już uruchomiły środki na finansowanie informatyzacji szpitali. W województwie mazowieckim ma ona dotyczyć szpitali powiatowych, a w pomorskim i wielkopolskim szpitali wojewódzkich. Z racji dominującej pozycji na rynku ochrony zdrowia Asseco Poland powinno być jednym z głównych beneficjentów poprawy koniunktury w tym obszarze.

Zysk netto dla akcjonariuszy większościowych za cztery ostatnie kwartały [mln PLN]



Uważamy, że wraz z 2017 rokiem spółka wejdzie w okres poprawy wyników. Przyczynić się powinien do tego zarówno segment komercyjny jak i obszar administracji publicznej. Według nas poprawa w tych obu branżach powinna zneutralizować niższe marże na kontrakcie z ZUS.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

- W latach 2017 – 2018 spodziewamy się wyraźnej poprawy wyników głównie z uwagi na poprawę koniunktury na rynku zamówień publicznych. Na przesunięcie w rozpisywaniu przetargów nakłada się większa pula środków niż ta z poprzedniej perspektywy. W związku z tym dzielenie dużych projektów na mniejsze wydaje się być ambitnym zadaniem. Gdyby pod tym względem formuła przetargów nie uległa istotnym zmianom w porównaniu do poprzedniej perspektywy finansowej UE, to największym beneficjentem zaistniałej sytuacji mogą być duże podmioty takie jak Asseco Poland.
- Nie zakładamy kolejnych odpisów związanych z rynkiem wschodnioeuropejskim.
- Spodziewamy się, że dzięki przeprowadzonym inwestycjom w struktury sprzedażowe spółki izraelskie utrzymają dotychczasowe tempo wzrostu.
- W 2017 roku zakładamy utrzymanie pozytywnej koniunktury w spółkach działających na polskim rynku komercyjnym.
- Sytuacja polityczna w Turcji może w dalszym ciągu rzutować na rezultaty wypracowywane przez Asseco South Eastern Europe. Dlatego w najbliższych okresach oczekujemy stabilnej ścieżki wynikowej w tym podmiocie.
- W okresie rezydualnym Capex = Amortyzacja
- Poziom kapitału obrotowego został obliczony na podstawie historycznych wskaźników obrotowości.
- Do obliczeń przyjęliśmy prognozowany poziom długu netto na koniec 2016 roku.
- Efektywna stopa podatkowa wynosi 23%
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,5%.
- Premia za ryzyko systematyczne wyrażona współczynnikiem beta wynosi 1,0.
- Premia za ryzyko rynkowe wynosi 5%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 83,0 mln akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 1 marca 2017 roku.

Wycena jednej akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 63,9 PLN

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	8 593,4	9 160,2	9 567,9	9 864,1	10 210,4	10 541,6	10 868,9	11 190,6	11 521,9	11 863,0
EBIT [mln PLN]	835,7	922,7	976,1	1 014,6	1 052,9	1 087,4	1 123,3	1 157,3	1 189,1	1 225,1
Stopa podatkowa	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Podatek od EBIT [mln PLN]	192,2	212,2	224,5	233,4	242,2	250,1	258,4	266,2	273,5	281,8
NOPLAT[mln PLN]	643,5	710,5	751,6	781,2	810,7	837,3	864,9	891,1	915,6	943,4
Amortyzacja [mln PLN]	62,3	69,5	70,1	71,9	74,0	77,1	80,1	82,7	85,3	87,8
CAPEX [mln PLN]	-73,6	-74,3	-85,5	-89,1	-99,9	-101,9	-102,2	-104,1	-105,9	-109,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-7,5	-20,9	-2,6	-11,0	-9,9	-10,2	-10,4	-10,8	-11,0	-11,0
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]	624,8	684,8	733,5	753,1	774,9	802,3	832,4	858,9	884,0	910,6
DFCF [mln PLN]	583,7	589,6	581,5	549,3	519,7	494,5	471,2	446,4	421,6	398,4
Suma DFCF [mln PLN]	5 056,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	12 617,5									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	5 520,9	Wzrost w okresie rezydualnym				+1,5%				
Wartość firmy EV [mln PLN]	10 576,9									
Dług netto [mln PLN]	238,4									
Udział mniejszości [mln PLN]	5 032,1									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	5 306,4									
liczba akcji [mln szt.]	83,0									
Wartość na akcje [PLN]	63,9									

Przychody zmiana r/r	9,3%	6,6%	4,5%	3,1%	3,5%	3,2%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%
EBIT zmiana r/r	7,7%	10,4%	5,8%	3,9%	3,8%	3,3%	3,3%	3,0%	2,8%	3,0%
FCF zmiana r/r	1,6%	9,6%	7,1%	2,7%	2,9%	3,5%	3,7%	3,2%	2,9%	3,0%
Marża EBITDA	10,5%	10,8%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Marża EBIT	9,7%	10,1%	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Marża NOPLAT	7,5%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	7,9%	8,0%
CAPEX / Przychody	0,9%	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	118,1%	106,9%	122,1%	123,8%	135,1%	132,2%	127,6%	125,8%	124,2%	124,7%
Zmiana KO / Przychody	0,1%	0,2%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1,0%	3,7%	0,6%	3,7%	2,9%	3,1%	3,2%	3,4%	3,3%	3,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
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	89,5%	91,3%	92,8%	94,2%	95,5%	96,8%	98,0%	98,6%	99,2%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Udział kapitału obcego	10,5%	8,7%	7,2%	5,8%	4,5%	3,2%	2,0%	1,4%	0,8%	0,0%
WACC	8,4%	8,5%	8,6%	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	62,8	66,8	71,2	76,2	82,0	88,6	96,3	105,4	116,4
	0,8	55,7	59,1	62,9	67,1	72,0	77,5	83,8	91,3	100,0
	0,9	49,3	52,2	55,5	59,1	63,2	67,9	73,2	79,3	86,4
	1	43,5	46,1	48,9	52,0	55,5	59,5	63,9	69,0	74,9
	1,1	38,3	40,5	43,0	45,7	48,7	52,1	55,9	60,1	65,1
	1,2	33,5	35,5	37,6	40,0	42,6	45,5	48,7	52,4	56,5
	1,3	29,1	30,9	32,8	34,8	37,1	39,6	42,4	45,5	49,0

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%	70,8	75,4	80,7	86,6	93,5	101,5	111,0	122,4	136,3
	4%	55,7	59,1	62,9	67,1	72,0	77,5	83,8	91,3	100,0
	5%	43,5	46,1	48,9	52,0	55,5	59,5	63,9	69,0	74,9
	6%	33,5	35,5	37,6	40,0	42,6	45,5	48,7	52,4	56,5
	7%	25,1	26,7	28,3	30,1	32,1	34,3	36,7	39,4	42,4
	8%	18,0	19,2	20,6	22,0	23,5	25,2	27,0	29,1	31,3
	9%	11,9	12,9	14,0	15,1	16,3	17,6	19,1	20,6	22,3

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%	145,7	132,7	121,2	111,0	101,9	93,6	86,2	79,4	73,2
	4%	117,7	104,8	93,6	83,8	75,2	67,5	57,3	54,4	48,7
	5%	96,3	83,8	73,2	63,9	55,9	48,7	40,2	36,7	31,6
	6%	79,4	67,5	57,4	48,7	41,2	34,6	28,7	23,7	19,1
	7%	65,7	54,4	44,8	36,7	29,8	23,7	19,0	13,6	9,4
	8%	54,4	43,6	34,6	27,0	20,5	14,9	10,6	5,6	1,7
	9%	44,8	34,6	26,2	19,1	13,0	7,7	6,8	-0,9	-4,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

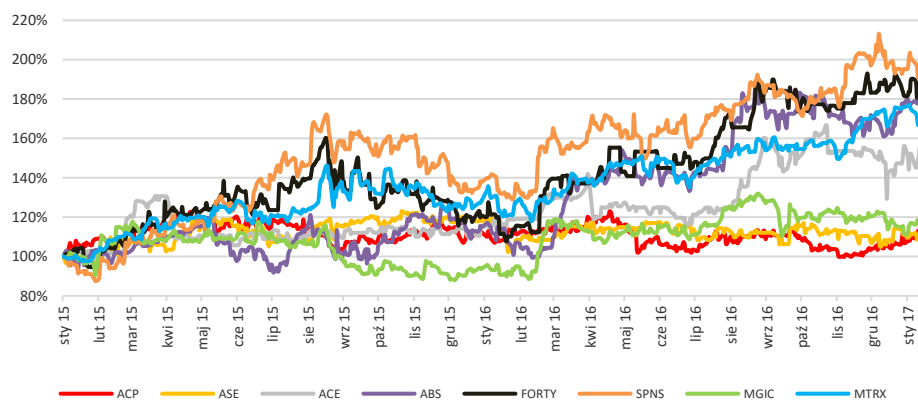
Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2017 -2018 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe i zagraniczne, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Asseco Poland. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E i EV/EBITDA. Dla każdego mnożnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku obu wskaźników, dla każdego roku przyjęliśmy 50% wagę. Wycena metodą porównawczą sugeruje wycenę jednej akcji na poziomie 60,7 PLN

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Atende	14,5	13,7	10,6	7,3	7,1	5,7
Comp	32,6	14,0	9,8	10,5	8,1	6,3
Qumak	-	26,2	14,2	39,4	10,0	6,2
Sygnity	-	16,7	14,2	3,2	5,1	4,9
Comarch	22,2	15,4	14,3	8,4	6,7	6,0
Wasko	157,7	15,3	9,8	4,9	3,3	2,7
Diebold Nixdorf	18,3	16,1	16,1	9,2	8,3	8,3
IBM	12,3	12,4	12,2	10,4	9,7	9,4
SAP	22,6	20,5	18,8	13,7	12,9	11,8
Microsoft	29,0	21,0	19,5	16,0	12,0	11,1
Capgemini	14,6	13,6	12,5	9,1	8,2	7,3
Oracle	18,1	14,7	14,1	9,8	9,4	8,7
Indra Sistemas	19,9	13,1	10,5	10,8	8,3	6,9
Software	14,3	14,3	13,4	9,2	8,2	7,4
Sage Group	20,7	18,8	17,3	14,2	12,3	11,7
Atos	14,8	13,1	12,0	7,2	6,2	5,4
Accenture	19,1	19,8	18,4	14,1	12,6	11,7
Mediana wszystkie powyższe spółki	18,7	15,3	14,1	9,8	8,3	7,3
Mediana Podmioty krajowe	22,2	15,4	12,4	7,8	6,9	5,8
Mediana podmioty zagraniczne	18,6	14,5	13,8	10,6	9,5	9,0
Asseco Poland	14,7	13,0	12,1	8,1	7,9	7,2
Premia/dyskonto do mediany (wszystkie podmioty)	-21,5%	-15,0%	-14,2%	-17,9%	-5,0%	-1,1%
Premia dyskonto do podmiotów krajowych	-33,9%	-15,3%	-2,3%	3,1%	14,4%	24,0%
Premia dyskonto do podmiotów zagranicznych	-21,0%	-10,2%	-11,8%	-23,6%	-17,5%	-19,9%
Wycena wg wskaźnika	70,3	64,9	64,3	67,8	58,0	55,6
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena wg wskaźników		64,6			56,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	60,7					

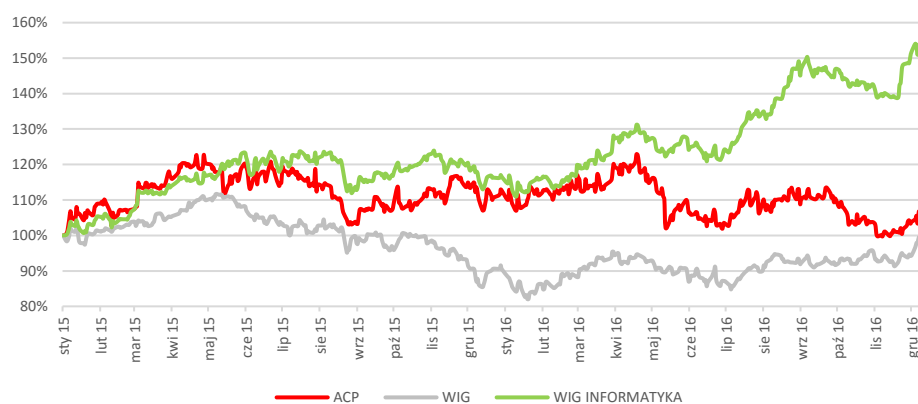
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółki

Wykres Asseco Poland na tle spółek zależnych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

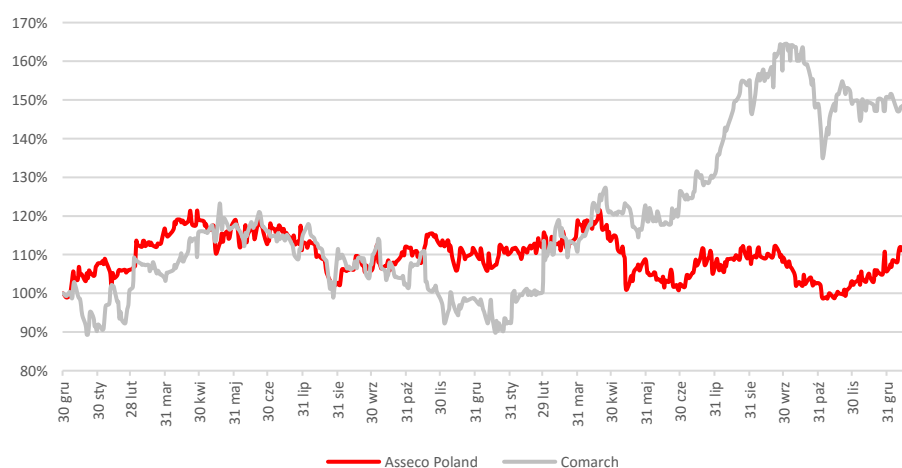
Wykres Asseco Poland na tle indeksu WIG i WIG INFORMATYKA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

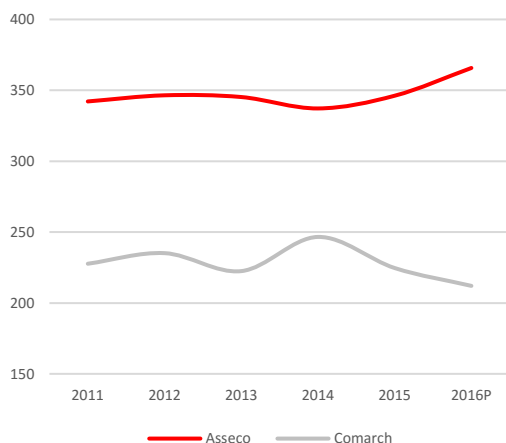
ASSECO POLAND NA TLE COMARCHU

Wykres Asseco Poland na tle Comarchu



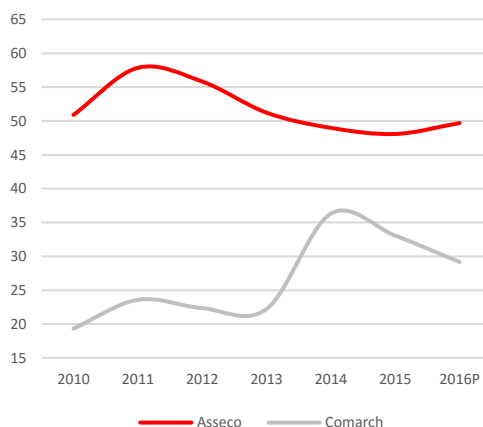
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



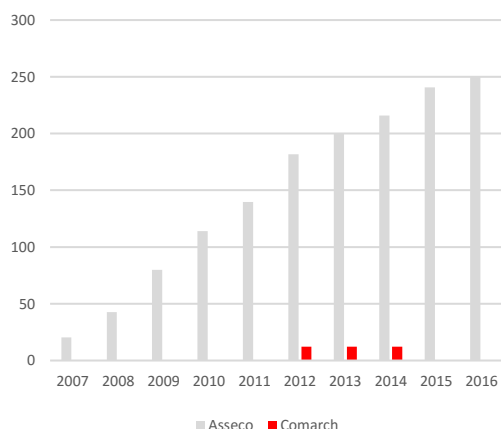
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

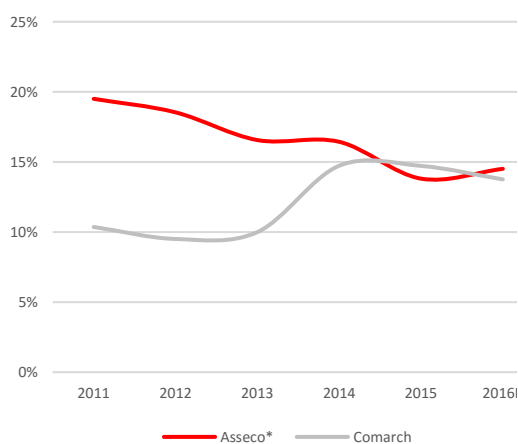
Dywidendy wypłacone przez Asseco Poland i Comarch w ostatnich 10 latach [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

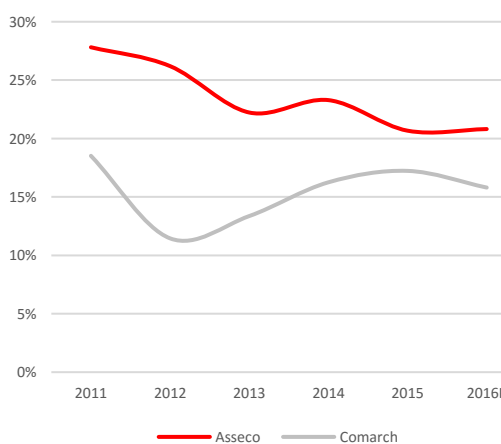
Asseco Poland cechuje się zdecydowanie wyższą produktywnością pracowników, zarówno po kącie sprzedaży jak i EBITDA na zatrudnionego. Wpływ na taki stan rzeczy ma silna pozycja w kilku obszarach jakimi są rozwiązania IT dla bankowości i finansów, ochrony zdrowia oraz administracji publicznej na rynku polskim. W ograniczonym stopniu przekłada się to na rentowność biznesu Asseco Poland, ponieważ większość pracowników zatrudniona jest w krajach rozwiniętych gdzie koszty płac są wyższe niż w Polsce. Uzasadnieniem dla premii Asseco Poland względem Comarchu (mnożnik EV/EBITDA) może być dywidendowy charakter tej spółki. Na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat Asseco wypłaciło inwestorom blisko 1,5 mld PLN w formie dywidend, podczas gdy w przypadku Comarchu było to 37 mln PLN.

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

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **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 decyzji urzędników. Jednym z kluczowych projektów uzależnionych od decyzji administracyjnych jest kontrakt na utrzymanie i rozwój KSI w ZUS. Sygnały z rynku o rzekomym „zdominowaniu” przez Asseco Poland rynku zamówień publicznych mogą wywierać presję na osoby decyzyjne zmierzające do zmiany dotychczasowego dostawcy.
- **Zmiana w podejściu do przetargów publicznych.** Obecna administracja rządowa komunikuje chęć rezygnacji z ogłaszania dużych przetargów i zamierza dzielić projekty na mniejsze zlecenia. Otwiera to furtkę dla mniejszych podmiotów, którym dotychczas start w niektórych przetargach utrudniały ograniczone zasoby. Stwarza to ryzyko zwiększonej presji na marże na rynku zamówień publicznych. Należy jednak zwrócić uwagę, że dalsze opóźnianie projektów współfinansowanych ze środków unijnych powinno grać na korzyść dużych graczy. Może się okazać, że nie ma wystarczająco czasu aby skomplikowane projekty podzielić na mniejsze zlecenia bez istotnie negatywnego wpływu na końcowy efekt.
- **Niedobór wykwalifikowanej kadry.** Rozwój branży informatycznej na świecie powoduje stały wzrost popytu na wykwalifikowanych programistów, co powoduje ich stały niedobór na rynku pracy. Oprócz tego, że staje 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.
- **Sytuacja na wschodzie Europy.** Grupa kapitałowa Asseco posiada swój biznes także na wschodzie Starego Kontynentu, gdzie od kilku lat mamy do czynienia z napiętą sytuacją polityczną. W wyniku dewaluacji rubla Asseco musiało dokonać odpisów na rosyjskich aktywach, a trudna sytuacja w tamtejszym sektorze bankowym spowodowała generowanie straty operacyjnej w segmencie Europy wschodniej.
- **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 3Q'16

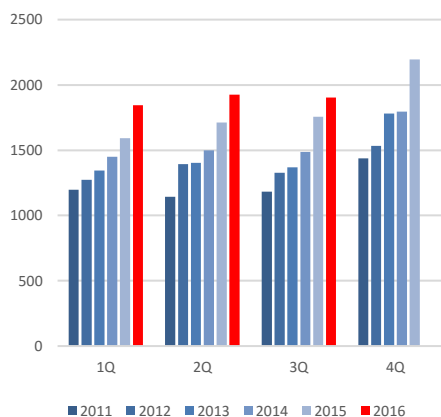
W 3Q'16 pomimo 8% wzrostu przychodów Asseco Poland wygenerowało słabszy wynik przypadający akcjonariuszom większościowym. Wzrost skonsolidowanej sprzedaży przypadł głównie na podmioty operujące na rynku komercyjnym. Spółki izraelskie niezmiennie pozytywnie kontrybuowały do wzrostu skonsolidowanej sprzedaży oraz skonsolidowanego EBITDA, co wynika z realizowanej z powodzeniem ekspansji na rynkach globalnych. Udany okres ma za sobą także Asseco BS, które do kilkudziesięcioprocentowego wzrostu sprzedaży na rynkach zagranicznych dołożyło silne wzrosty na rynku krajowym. Dużo słabiej radził sobie rynek polski oraz wschodnioeuropejski. W obu tych obszarach Asseco Poland odnotowało zarówno spadek sprzedaży jak i rentowności na poziomie EBITDA. Przyczyną jest znaczna ekspozycja na rynek administracji publicznej w Polsce, gdzie panuje silne schłodzenie koniunktury. Struktura wyników jaka miała miejsce zarówno w 3Q'16 jak i w całym okresie 1-3Q'16 sprawiła, że wzrost skonsolidowanego EBITDA o 4% r/r w 3Q'16 i o 7% r/r w 1-3Q'16 nie przełożył się na wzrost wyniku przypadającego akcjonariuszom większościowym, który skurczył się odpowiednio o 20% r/r i 6% r/r.

Wyniki Asseco Poland za 3Q'16

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	1-3Q'15	1-3Q'16	zmiana r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16	zmiana r/r
Przychody	1 755,1	1 902,3	8%	5 060,2	5 672,9	12%	6 856,4	7 868,9	15%
<i>Rynek polski</i>	391,6	371,9	-5%	1 154,4	1 201,8	4%	1 635,6	1 816,5	11%
<i>Rynek środkowoeuropejski</i>	155,8	154,8	-1%	391,4	484,5	24%	558,5	740,8	33%
<i>Rynek południowo-wschodniej Europy</i>	127,1	132,4	4%	346,8	390,7	13%	511,8	530,1	4%
<i>Rynek izraelski</i>	898,1	1 097,2	22%	2 668,9	3 124,0	17%	3 502,0	4 103,6	17%
<i>Rynek zachodnioeuropejski</i>	144,6	127,0	-12%	418,6	417,2	0%	552,8	597,3	8%
<i>Rynek wschodnioeuropejski</i>	37,9	11,6	-69%	80,1	45,9	-43%	132,1	71,8	-46%
Wynik brutto na sprzedaży	439,6	468,6	7%	1 243,3	1 356,3	9%	1 670,6	1 862,6	11%
EBITDA	270,0	280,7	4%	733,7	786,4	7%	977,5	1 060,4	8%
<i>Rynek polski</i>	109,9	92,8	-16%	280,1	269,6	-4%	368,4	355,2	-4%
<i>Rynek środkowoeuropejski</i>	16,4	18,2	11%	49,8	53,9	8%	70,4	83,3	18%
<i>Rynek południowo-wschodniej Europy</i>	22,3	20,6	-8%	60,4	62,1	3%	82,8	84,6	2%
<i>Rynek izraelski</i>	90,3	123,2	36%	287,7	345,2	20%	365,3	455,2	25%
<i>Rynek zachodnioeuropejski</i>	15,4	28,6	86%	33,5	58,5	75%	52,0	80,1	54%
<i>Rynek wschodnioeuropejski</i>	16,8	-2,9	-117%	23,1	-0,4	-102%	41,0	6,1	-85%
EBIT	200,1	204,0	2%	533,7	566,4	6%	709,4	777,9	10%
Zysk brutto	197,0	185,2	-6%	505,2	523,0	4%	682,5	761,2	12%
Zysk netto	155,2	148,2	-5%	387,1	399,3	3%	531,3	588,0	11%
Zysk netto na akcjonariuszy większościowych	101,6	81,7	-20%	239,6	224,6	-6%	328,9	350,5	7%
Marża brutto	25%	25%		25%	24%		24%	24%	
Marża EBITDA	15%	15%		14%	14%		14%	13%	
<i>Rynek polski</i>	28%	25%		24%	22%		23%	20%	
<i>Rynek środkowoeuropejski</i>	11%	12%		13%	11%		13%	11%	
<i>Rynek południowo-wschodniej Europy</i>	2%	2%		2%	2%		2%	2%	
<i>Rynek izraelski</i>	10%	11%		11%	11%		10%	11%	
<i>Rynek zachodnioeuropejski</i>	41%	247%		42%	127%		39%	112%	
<i>Rynek wschodnioeuropejski</i>	44%	-25%		29%	-1%		31%	8%	
Marża EBIT	11%	11%		11%	10%		10%	10%	
Marża netto	11%	10%		10%	9%		10%	10%	
Marża netto na akcjonariuszy większościowych	9%	8%		8%	7%		8%	7%	

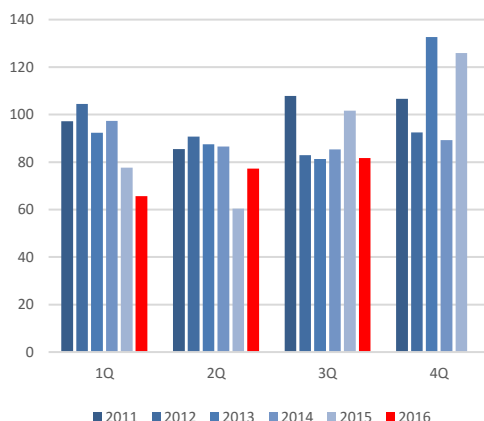
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Skonsolidowane przychody Asseco Poland [mln PLN]



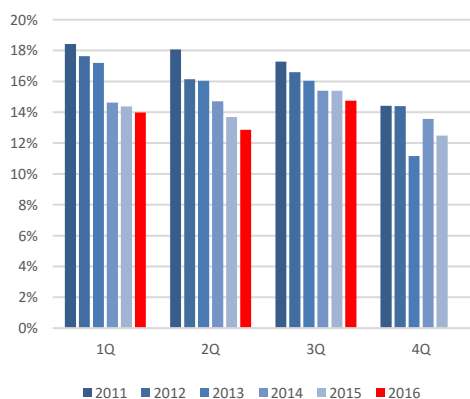
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zys przypadający akcjonariuszom większościowym [mln PLN]



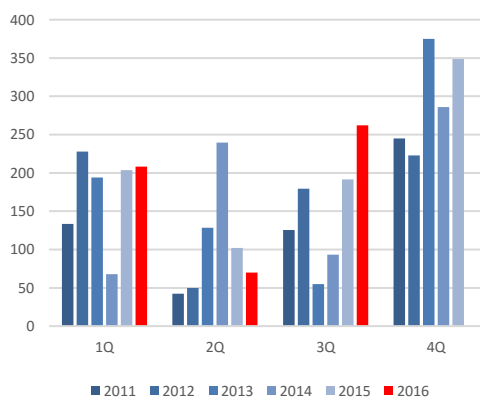
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Skonsolidowana marża EBITDA



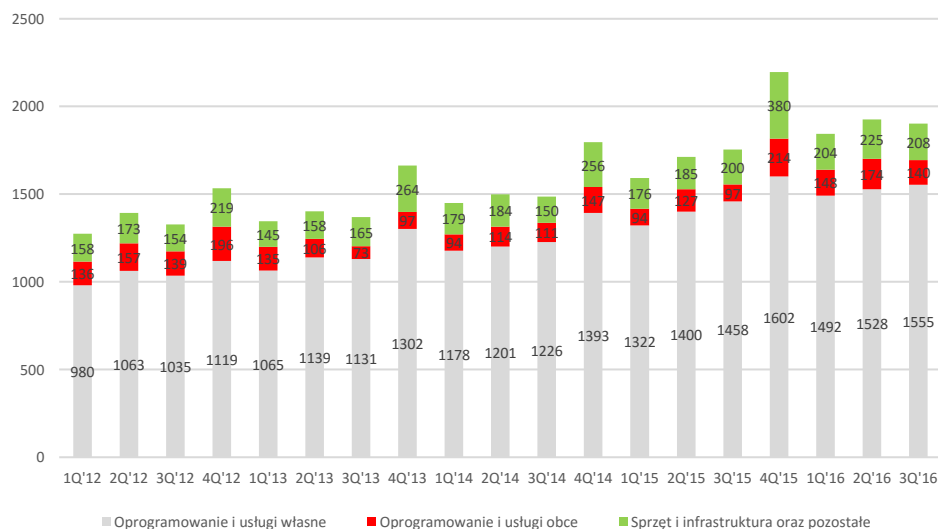
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Skonsolidowane przepływy z działalności operacyjnej [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura sprzedaży wg grup produktów [mln PLN]

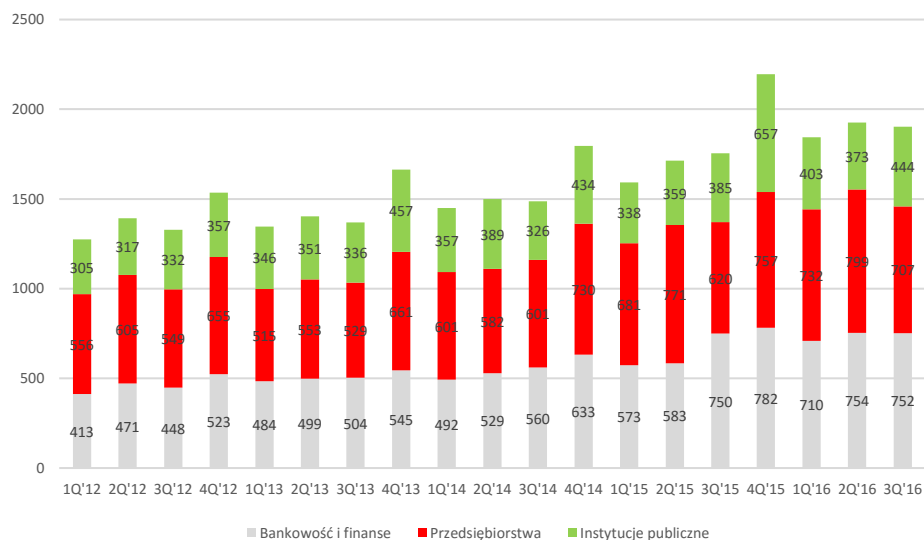


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródłem wzrostu skonsolidowanych przychodów jest zwiększanie sprzedaży rozwiązań własnych, na co wpływa głównie sektor komercyjny. Najmocniej do wzrostów kontrybuują spółki izraelskie, które bazują głównie na sprzedaży oprogramowania i usług własnych. Sprzedaż pozostałych grup produktów pozostaje na

względnie stabilnym poziomie. W 4Q'15 miała miejsce duża dostawa sprzętu w segmencie administracji publicznej, co nieznacznie zaburzyło dotychczasową strukturę sprzedaży.

Struktura sprzedaży wg grup odbiorców [mln PLN]

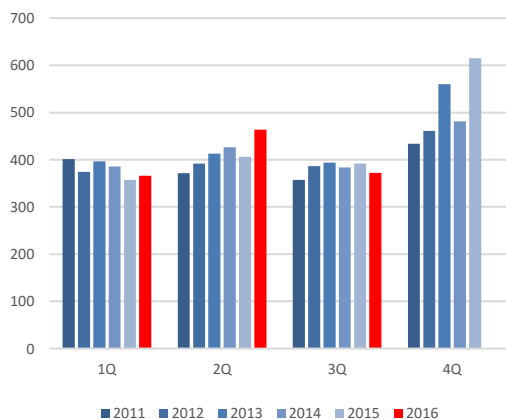


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek polski

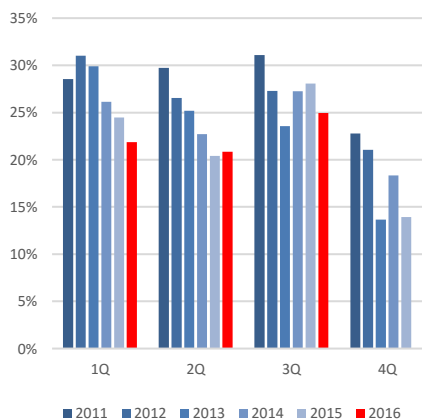
Istotnym źródłem wyników na rynku polskim jest segment administracji publicznej, na którym doszło do okresowego spowolnienia wywołanego przesunięciem w rozpisywaniu przetargów z nowego rozdania środków UE. W samym 3Q'16 skutkowało to 5% spadkiem przychodów r/r, który przełożył się na 16% r/r erozję EBITDA. W całym okresie 1-3Q'16 sytuację ratowały podmioty działające na rynku komercyjnym, które odnotowały zdecydowanie wyższy popyt na systemy ERP, co przełożyło się na 4% wzrost przychodów w ujęciu r/r.

Sprzedaż segmentu Polska [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA segmentu Polska

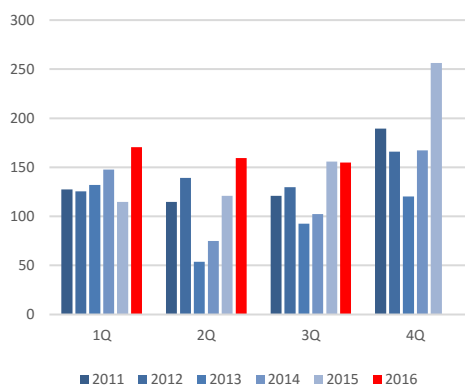


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek środkowoeuropejski

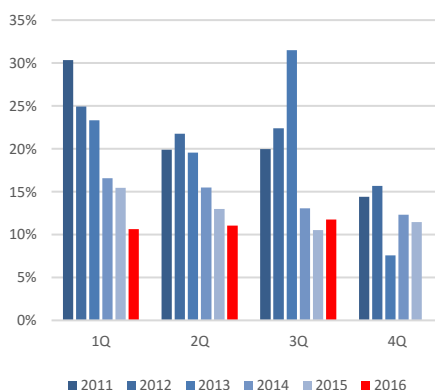
Na rynku środkowoeuropejskim Asseco Poland działa poprzez Asseco Central Europe, które operuje w dwóch obszarach jakimi są integracja systemowa oraz systemy ERP. Wyraźny wzrost w okresie 1 – 3Q'16 spółka zawdzięcza akwizycji dwóch podmiotów dokonanej jeszcze w 3Q'15 jakimi są InerWay i Exe. Obie te spółki działają w obszarze infrastruktury sprzętowej dlatego wzrost sprzedaży nie tylko nie przełożył się na poprawę marż, ale ze względu na zmianę miks produktowego przyczynił się do ich obniżenia.

Sprzedaż segmentu Europa środkowa [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA segmentu Europa środkowa

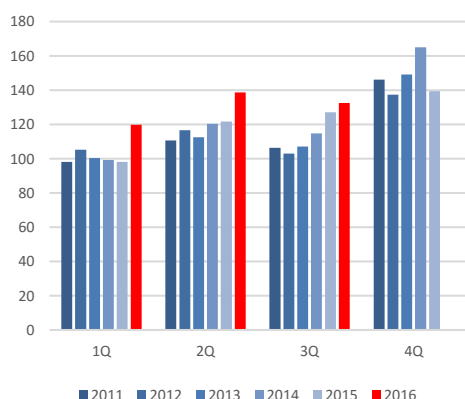


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek południowowschodniej Europy

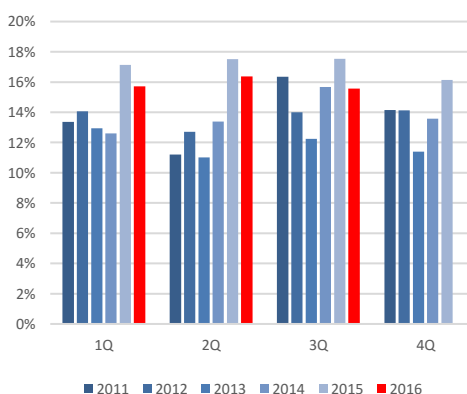
W okresie 1-3Q'16 Asseco South Eastern Europe napotkało barierę w rozwoju biznesu w postaci próby przeprowadzenia puczu w Turcji. Spółka co prawda nie sprzedaje wielu rozwiązań do tamtejszej administracji publicznej jednak zawirowania polityczne wpłynęły na niepewność w prowadzeniu biznesu, przez co niektóre podmioty mocno ograniczyły nakłady inwestycyjne, nie ominęło to także wydatków na IT. Ponadto na wzrost sprzedaży w trzech pierwszych kwartałach 2016 roku odpowiadał głównie kontrakt na dostawę urządzeń w segmencie płatności oraz poprawa na rynku integracji systemowej, przez co nie miało to istotnego odzwierciedlenia na poziomie EBITDA, który okazał się tylko 3% lepszy w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego. Natomiast sam 3Q'16 przyniósł wyraźnie słabsze rezultaty, co prawda sprzedaż wzrosła o 4% w ujęciu r/r, jednak EBITDA skurczył się o 8% r/r.

Sprzedaż segmentu Europa południowowschodnia [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA segmentu Europa południowowschodnia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki raportowane przez Asseco South Eastern Europe [mln PLN]

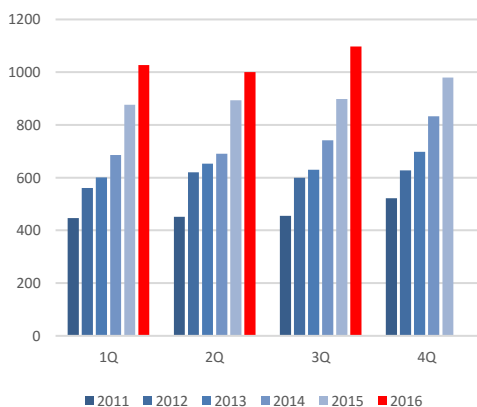
	3Q'15	3Q'16	r/r	1-3Q'15	1-3Q'16	r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16	r/r
Przychody	127,1	131,2	3%	347,5	391,2	13%	513,0	530,9	4%
Bankowość	35,4	32,3	-9%	96,2	98,1	2%	136,9	136,3	0%
Płatności	42,6	55,7	31%	120,0	142,9	19%	156,9	183,1	17%
Integracja systemów	49,1	43,1	-12%	131,3	150,2	14%	219,2	211,6	-3%
Zysk brutto ze sprzedaży	34,2	30,9	-10%	92,3	92,7	0%	128,7	125,9	-2%
Wynik segmentu bankowość	4,5	4,2	-6%	13,1	8,8	-33%	19,1	13,1	-31%
Wynik segmentu płatności	8,0	8,2	3%	21,2	22,7	7%	26,8	28,3	6%
Wynik segmentu integracja systemowa	1,9	0,0	-98%	2,8	3,9	42%	7,4	8,8	19%
Saldo PPO/PKO	0,3	0,2	-19%	1,5	1,3	-17%	1,2	0,8	-31%
EBITDA	22,5	21,9	-3%	60,7	63,7	5%	82,9	86,4	4%
EBIT	14,7	12,5	-15%	38,7	36,5	-6%	54,5	50,9	-7%
Zysk brutto	14,3	12,6	-12%	38,4	36,5	-5%	54,3	51,8	-5%
Zysk netto	12,7	10,9	-14%	32,5	31,3	-4%	46,2	42,4	-8%
Marża brutto	27%	24%		27%	24%		25%	24%	
Marża segmentu bankowość	13%	13%		14%	9%		14%	10%	
Marża segmentu płatności	19%	15%		18%	16%		17%	15%	
Marża segmentu integracja systemowa	4%	0%		2%	3%		3%	4%	
Marża EBITDA	18%	17%		17%	16%		16%	16%	
Marża EBIT	12%	10%		11%	9%		11%	10%	
Marża netto	11%	10%		11%	9%		11%	10%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek izraelski

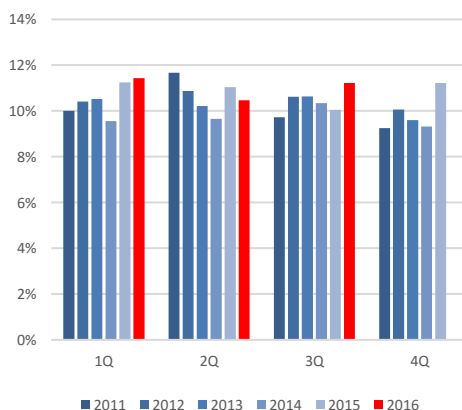
Spółki izraelskie podobnie jak w poprzednich okresach, również w 3Q'16 pozytywnie wpływały na wzrost wyników. Na szczególną uwagę zasługuje Sapiens, który stał się globalnym graczem na rynku rozwiązań informatycznych dla sektora ubezpieczeniowego. Przychody spółki wzrosły w 3Q'16 o 20% r/r, a EBITDA poprawiła się o 7%. Niższa rentowność jest efektem zwiększonych nakładów na struktury sprzedażowe, co w kolejnych okresach powinno zaowocować utrzymaniem obecnego tempa rozwoju. 20% dynamikę przychodów odnotował także Magic, który w dwucyfrowym tempie poprawił także swoje wyniki operacyjne.

Sprzedaż segmentu Izrael [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA segmentu Izrael

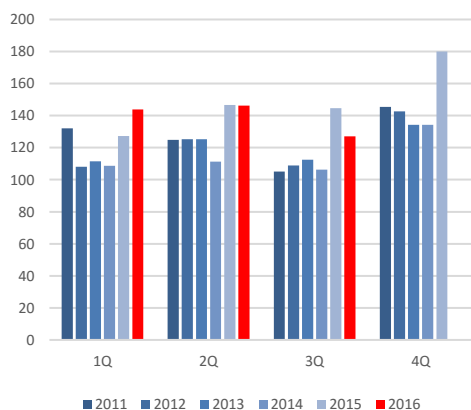


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek zachodnioeuropejski

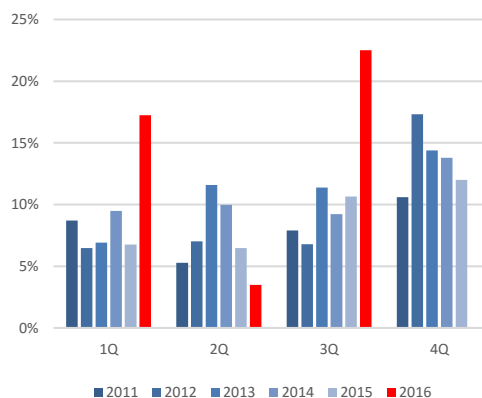
Na wyniki raportowane przez segment Europy zachodniej największy wpływ miało włączenie do konsolidacji spółki Exictos, która została nabyta we wrześniu 2015 roku. Podmiot ten świadczy głównie usługi w portugalskojęzycznych krajach Afryki.

Sprzedaż segmentu Europa zachodnia [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA segmentu Europa zachodnia

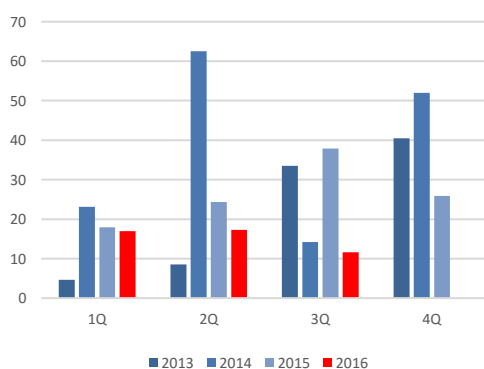


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek wschodnioeuropejski

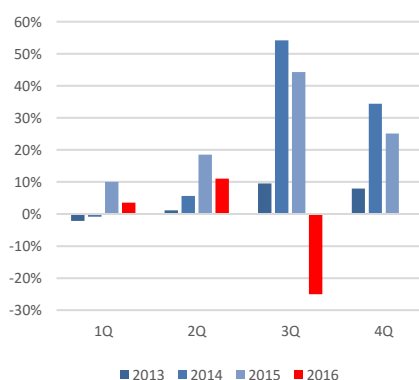
Słabsze wyniki na rynku wschodnioeuropejski odpowiada głównie rynek Rosyjski. Jeden z czołowych klientów Asseco Poland zmienił swoją politykę dotyczącą infrastruktury informatycznej i obsługę tego obszaru włączył we własne struktury operacyjne rezygnując tym samym z usług i produktów oferowanych przez podmioty z grupy Asseco. Ponadto spółka spotyka się w Rosji z intensywną konsolidacją tamtejszego rynku bankowego, co prowadzi do kurczenia się rynku usług informatycznych dla banków oraz spadku liczby klientów.

Sprzedaż segmentu Europa wschodnia [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA segmentu Europa wschodnia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

INFORMACJE O SPÓŁCE

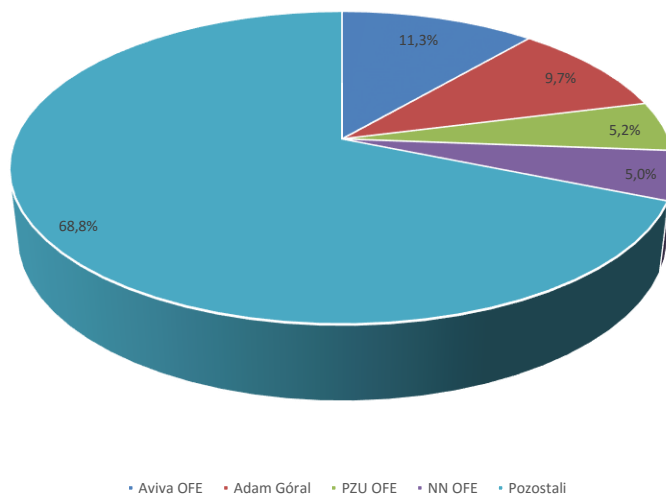
Asseco Poland jest dostawcą rozwiązań informatycznych o zasięgu międzynarodowym. Produkty spółki są sprzedawane w Azji, Afryce, Ameryce Północnej i Europie. Za większość skonsolidowanej sprzedaży odpowiadają spółki izraelskie, które oprócz działalności na tamtejszym rynku dokonują intensywnej ekspansji, głównie w Ameryce Północnej. Odbiorcami Asseco Poland są zarówno podmioty komercyjne (przedsiębiorstwa i instytucje finansowe) jak i administracja publiczna w Polsce i zagranicą. W portfolio produktowym spółki znajduje się oprogramowanie i usługi integratorskie, ponadto spółki z grupy kapitałowej realizują także dostawy sprzętu informatycznego dla swoich klientów.

Asseco Poland powstało na bazie COMP Rzeszów, które w 2004 roku zadebiutowało na GPW. W 2005 roku spółka przejęła Asset Soft i zmieniła nazwę na Asseco Poland, tym samym rozpoczęła swoją ekspansję w regionie Europy środkowej. W 2006 roku spółka podpisała porozumienie z Softbankiem o połączeniu, które zostało sfinalizowane w 2007 roku. Zgodnie z postanowieniami umowy majątek Asseco Poland został przeniesiony na Softbank, który wyemitował akcje dla udziałowców Asseco, jednocześnie po połączeniu spółka została przy nazwie Asseco Poland, a zarządem pokierował prezes dawnego Asseco – Adam Góral. Jeszcze w tym samym roku zostało podpisane porozumienie dotyczące odkupienia pakietu kontrolnego w Prokom Software od Ryszarda Krauzego, a połączenie tych dwóch podmiotów zostało sfinalizowane w 2008 roku. Swoją obecną strukturę grupa Asseco uzyskała w 2011 roku kiedy to przejęta została Formula Systems. Jest to holding prowadzący działalność operacyjną poprzez spółki: Sapiens, Magic i Matrix.

AKCJOARIAT

Akcjonariat Asseco Poland jest rozdrobniony, a dominującą pozycję posiadają w nim krajowe instytucje finansowe. Największym niefinansowym udziałowcem pozostaje Adam Góral, który pełni jednocześnie funkcję prezesa zarządu, jest on właścicielem 9,7% akcji Asseco Poland. W posiadaniu akcjonariuszy, których udział w kapitale zakładowym nie przekracza 5% znajduje się 68,8% akcji.

Struktura akcjonariatu na dzień 17 listopada 2016 roku



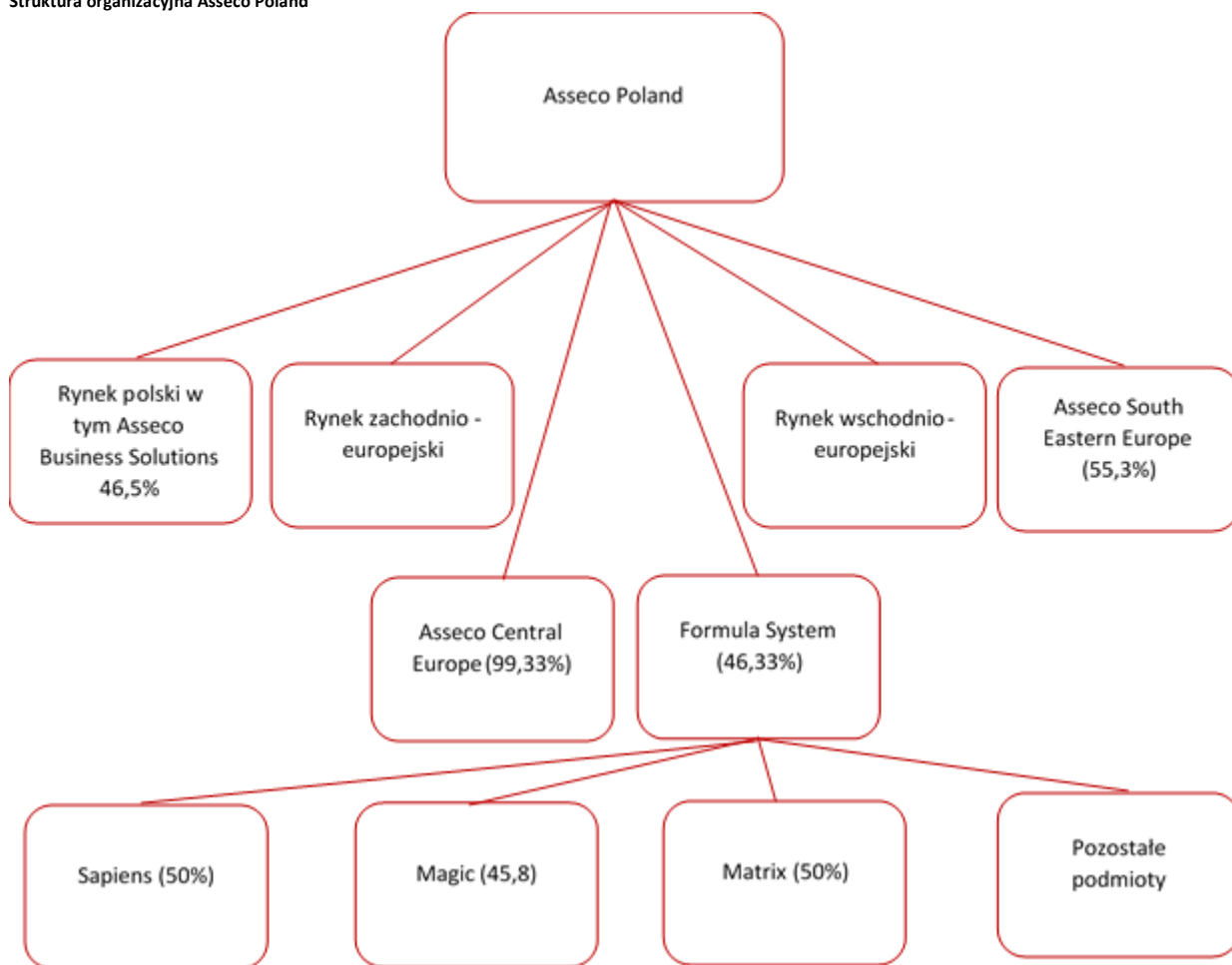
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

STRUKTURA ORGANIZACYJNA GRUPY ASSECO POLAND

Strategia grupy kapitałowej Asseco zakłada prowadzenie działalności poprzez federację spółek o znacznym stopniu autonomiczności. Skutkiem takiego podejścia są znaczne udziały akcjonariuszy mniejszościowych przez co struktura organizacyjna spółki ma charakter holdingowy. Asseco Poland prezentuje swoje segmenty sprawozdawcze właśnie ze względu na podział na poszczególne spółki zależne bądź grupy tych spółek (np. spółki izraelskie stanowią jeden segment).

Asseco Poland konsoliduje wyniki wszystkich spółek, które są notowane na rynku publicznym nawet jeśli nie posiada w nich 50% udziału w kapitale zakładowym. Wynika to ze struktury akcjonariatu w podmiotach zależnych, który jest na tyle rozdrobniony, że na WZA (biorąc pod uwagę frekwencję) Asseco Poland zawsze ma większość głosów, przez co sprawuje faktyczną kontrolę na tymi spółkami.

Struktura organizacyjna Asseco Poland



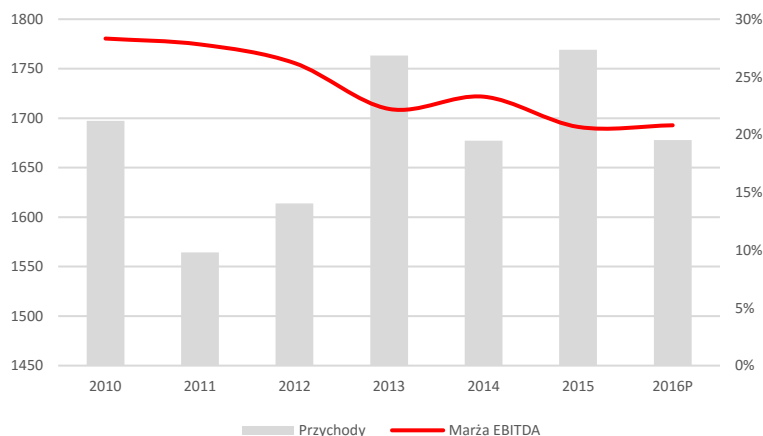
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek polski

Na krajowym rynku operuje głównie „spółka matka”, Asseco BS oraz kilka mniejszych podmiotów, które nie są notowane na giełdzie. W poprzednich okresach w celu zwiększenia efektywności operacyjnej Asseco dokonało zmian w strukturze organizacyjnej, która skutkowałą zmniejszeniem liczby spółek w grupie. W obszarze rynku polskiego powstał min. Asseco Data Systems, który stanowi centrum kompetencyjne w zakresie rozwiązań infrastrukturalnych. Kolejnym krokiem zmierzającym do uproszczenia struktury grupy jest utworzenie centrum kompetencyjnego z zakresu systemów ERP. Nowy podmiot jakim jest Asseco Enterprise Solutions powstał na bazie Asseco BS. Oczekujemy, że docelowo w ramach AES zostaną zintegrowane aktywa odpowiedzialne za aplikacje biznesowe z innych obszarów geograficznych.

Segment Polska ma największy wpływ na wynik przypadający akcjonariuszom większościowym. Ten segment posiada też największą ekspozycję na rynek administracji publicznej, przez co jest mocno wrażliwy na koniunkturę w tym obszarze. W 2015 roku sprzedaż do podmiotów z administracji publicznej odpowiadała za 50% przychodów jednostkowych Asseco Poland.

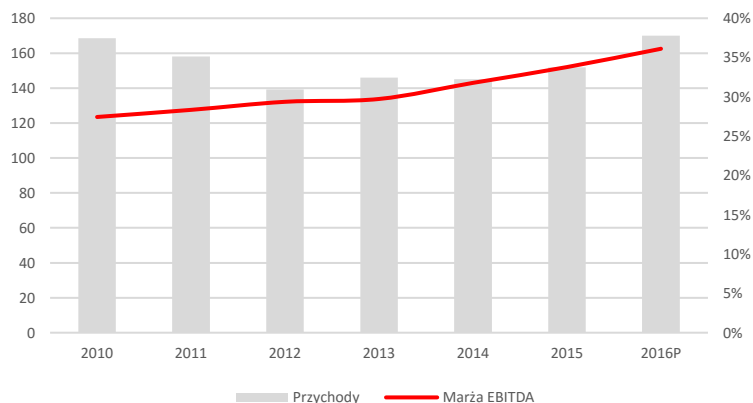
Wyniki segmentu Polska [mln PLN]



Erozja marż w segmencie Polska jest skutkiem utraty kontraktu z PZU oraz wysokiej presji na ceny ze strony ZUS. Ponadto ZUS dąży do jak największej dywersyfikacji dostawców IT, dlatego uważamy odbudowę pozycji u tego klienta za mało realną.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki Asseco BS [mln PLN]



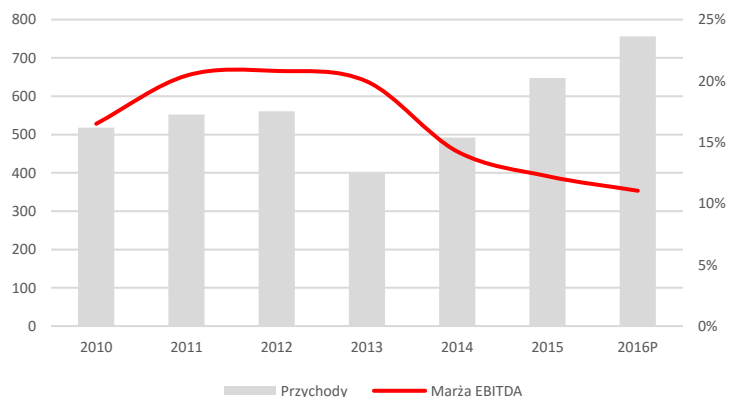
Na rynku polskim grupa kapitałowa Asseco najlepiej radzi sobie w segmencie komercyjnym. Spółka posiada silną pozycję na rynku rozwiązań dla bankowości, ponadto prowadzi udaną ekspansję na rynku aplikacji biznesowych dla przedsiębiorstw czego potwierdzeniem są satysfakcjonujące wyniki Asseco BS.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek środkowej Europy

W regionie Europy środkowej grupa Asseco Działa przez Asseco Central Europe. Podmiot ten zajmuje się produkcją oprogramowania dla przedsiębiorstw, instytucji finansowych oraz administracji publicznej. Spółka świadczy także usługi integratorskie. W 2016 roku zostało przeprowadzone wezwanie na pozostałe akcje nie znajdujące się dotychczas w posiadaniu Asseco Poland. Docelowo ACE powinno zostać zdjęte z giełdy, a jego prezes Josef Klein poprowadzi projekt budowy centrum kompetencyjnego integrującego aktywa grupy Asseco z zakresu systemów ERP.

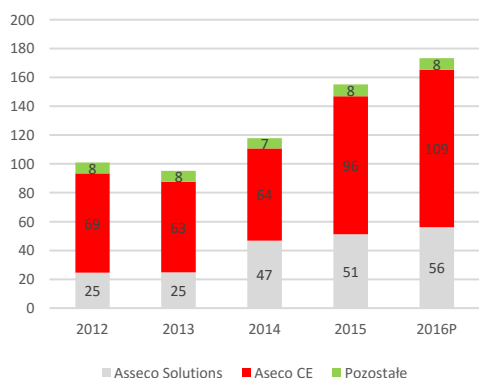
Wyniki segmentu Europa centralna [mln PLN]



Na spadek marż pomimo dynamicznego wzrostu przychodów w Asseco CE nałożyło się kilka czynników. Pierwszym było wyraźne spowolnienie na rynku zamówień publicznych w Czechach, pewne problemy wystąpiły również na Słowacji. Ponadto w 2015 roku dokonana została akwizycja dwóch podmiotów działających w obszarze infrastruktury sprzętowej, która cechuje się niskimi marżami.

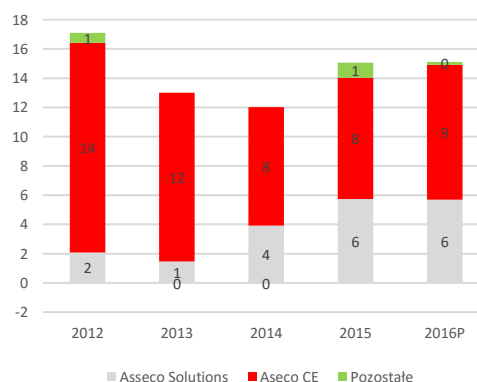
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura sprzedaży Asseco CE [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura wyniku operacyjnego Asseco CE [mln EUR]

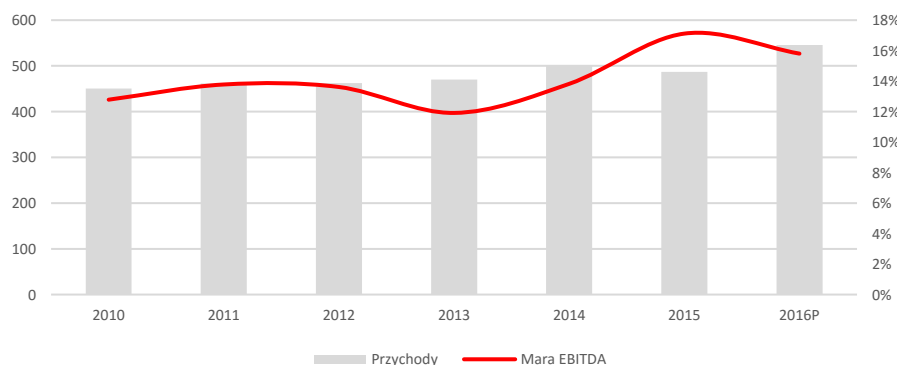


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek południowowschodniej Europy

Za ten rynek odpowiada Asseco South Eastern Europe, która prowadzi działalność holdingową, jednak w większości podmiotów zależnych posiada 100% udziałów. Działalność Asseco SEE obejmuje kraje byłej Jugosławii, Albanii, Bułgarii, Turcji i Rumunii. Spółka opiera swoją działalność na trzech obszarach, jakimi są rozwiązania dla bankowości, rozwiązania w obszarze płatności oraz integracja systemowa. Swoją strategię Asseco SEE opiera na rozwiązaniach w obszarze płatności, gdzie dokonywała ostatnich akwizycji oraz rozwija się organicznie. W 2016 roku udało się pozyskać obsługę wiodącej sieci detalicznej na rynku serbskim. Niewykluczone, że w kolejnych okresach działalność w obszarze płatności zostanie wydzielona do odrębnego podmiotu, który zintegruje w sobie także pozostałe aktywa grupy Asseco z tego segmentu.

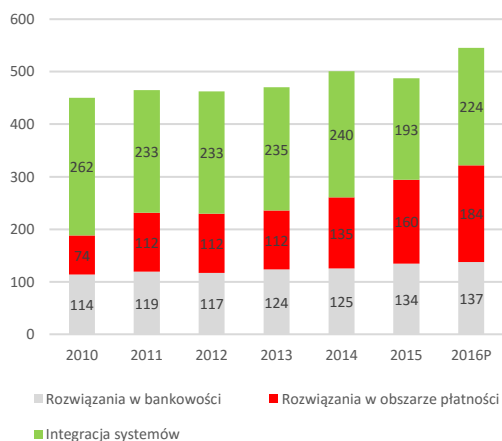
Wyniki Asseco SEE [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

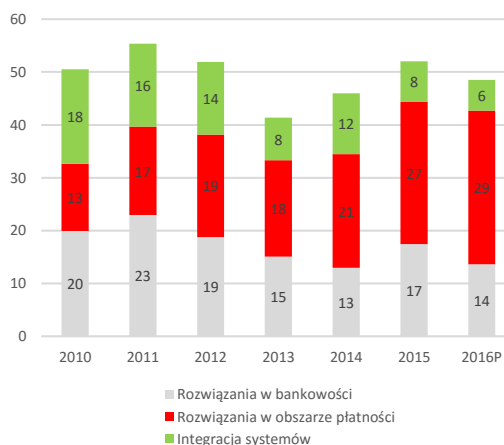
Za wzrost wyników w ostatnich latach odpowiadał głównie segment płatności. Tam spółce udało się poprawić zarówno przychody jak i wynik operacyjny. Słabiej natomiast radzi sobie segment infrastruktury sprzętowej, gdzie z powodu perturbacji w niektórych krajach w 2015 roku wyraźnej erozji uległa sprzedaż. Również rentowność tego segmentu jest najniższa spośród wszystkich trzech w których jest obecne Asseco SEE.

Struktura sprzedaży Asseco SEE [mln PLN]



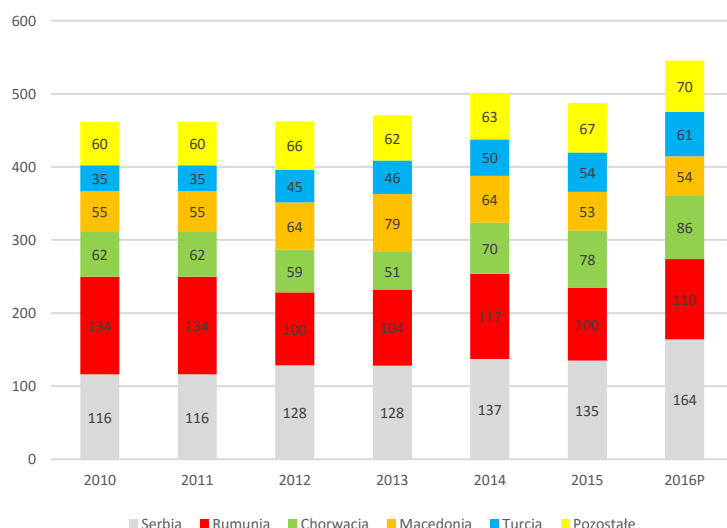
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura skonsolidowanego wyniku Asseco SEE [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Geograficzna struktura sprzedaży Asseco SEE [mln PLN]



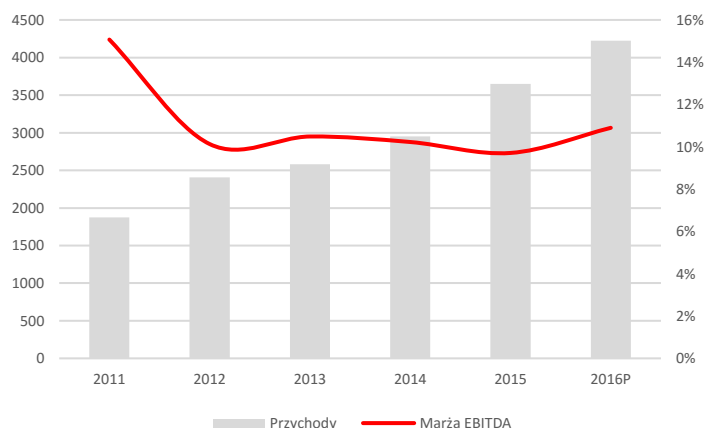
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Swoją działalność Asseco SEE prowadzi na terenie 12 krajów z regionu Bałkanów, jednak blisko 90% przychodów jest generowane na 5 największych rynkach.

Rynek Izraelski

Działalność na rynku izraelskim bazuje na trzech spółkach jakimi są Sapiens, Magic i Matrix, nad którymi Asseco Poland sprawuje kontrolę poprzez spółkę holdingową – Formula Systems. Te podmioty mają rodowód izraelski i tam zatrudniają większość swoich pracowników, jednak Sapiens i Magic z powodzeniem dokonują ekspansji na rynkach globalnych, przy czym w przypadku Magica jest to głównie Ameryka Północna. Rezultatem zatrudniania pracowników na rynkach rozwiniętych są niższe marże wywołane wyższymi kosztami zatrudnienia, jednak w miarę komercyjnego sukcesu Sapiensa na rynkach międzynarodowych rentowność tego segmentu w ostatnich okresach uległa poprawie.

Wyniki Segmentu Izrael [mln PLN]

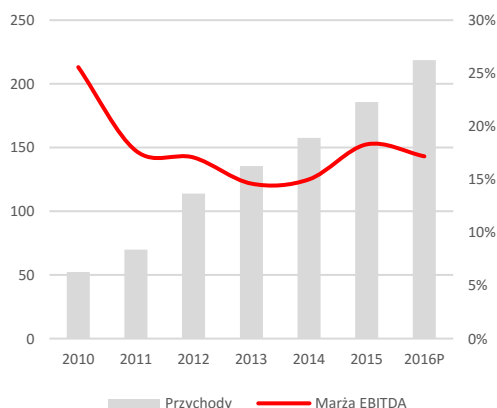


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sapiens

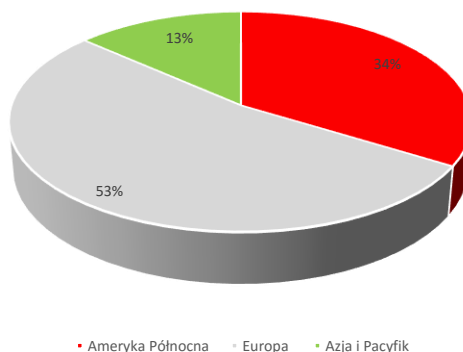
Sapiens działa w obszarze rozwiązań informatycznych dla sektora ubezpieczeniowego i jest jednym z wiodących producentów oprogramowania dla tej grupy klientów na świecie. Najważniejszymi rynkami dla Sapiensa są Ameryka Północna, i Europa ze szczególnym uwzględnieniem Wysp Brytyjskich. Dzięki silnemu portfelowi produktowemu podmiot ten systematycznie zwiększa przychody w tempie dwucyfrowym, utrzymując przy tym satysfakcjonującą rentowność biznesu.

Wyniki Sapiensa [mln USD]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów w okresie 4Q'15-3Q'16

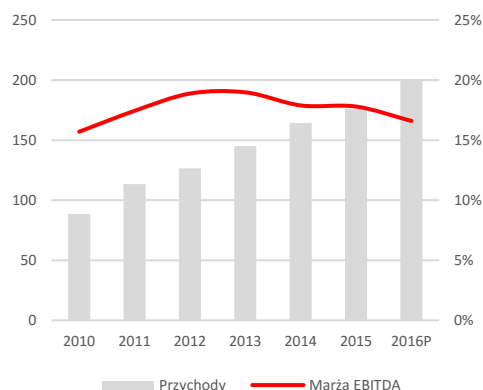


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Magic

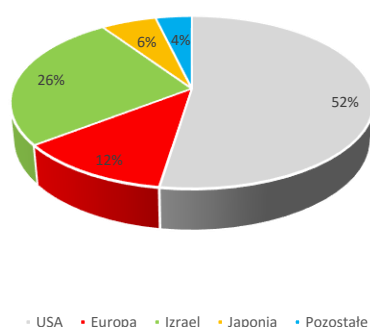
Magic dostarcza rozwiązania przedsiębiorstwom, które potrzebują mocno specjalistycznego oprogramowania. Głównym produktem tego podmiotu jest platforma programistyczna, wokół której spółka rozbudowała wachlarz usług, umożliwiających jej przyspieszenie procesu budowy i wdrażania aplikacji biznesowych. Przyjęty przez spółkę model działalności pozwala na dynamiczną ekspansję na rynkach globalnych. Najważniejszym rynkiem dla Magica są Stany Zjednoczone gdzie kieruje ponad połowę swojej sprzedaży.

Wyniki Magica [mln USD]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

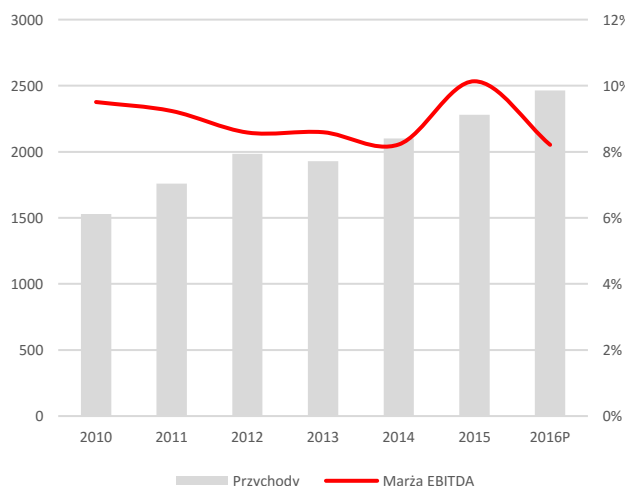
Struktura przychodów w okresie 4Q'15-3Q'16



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Matrix

Wyniki Magica [mln NIS]



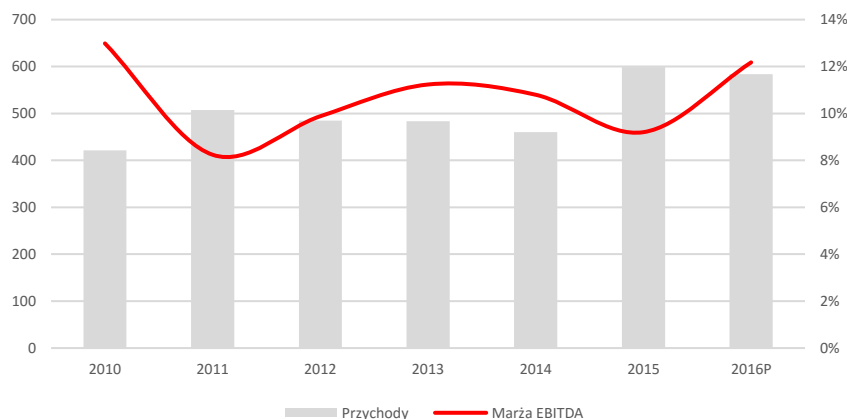
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Matrix jest dostawcą rozwiązań IT na rynku izraelskim, gdzie posiada wiodącą pozycję na rynku informatycznym. Klientami tego podmiotu są zarówno podmioty komercyjne jak i administracja publiczna. Spółka w przeciwieństwie do Sapiensa Magica oraz Formula Systems jest notowana tylko na giełdzie w Tel Awiwie. Głównym źródłem przychodów jest sprzedaż na rynku izraelskim. W ostatnich latach dzięki rozwojowi organicznemu oraz akwizycjom Matrixowi udaje się wypracowywać jednocyfrową stopę wzrostu sprzedaży.

Rynek zachodnioeuropejski

Na rynkach zachodnioeuropejskich grupa Asseco sprzedaje głównie infrastrukturę sprzętową. Do tego segmentu geograficznego zalicza się także Exictos, który działa głównie w Afryce. W portfolio produktowym Exictosa są rozwiązania dla bankowości i finansów. Na wyniki segmentu w ostatnich latach wpływ miało rozliczenie sprzedaży Matrix42 w 2015 roku, a w 2016 roku pozytywnie zaczął kontrybuować Exictos, co oprócz wyższych przychodów przyniosło poprawę marż.

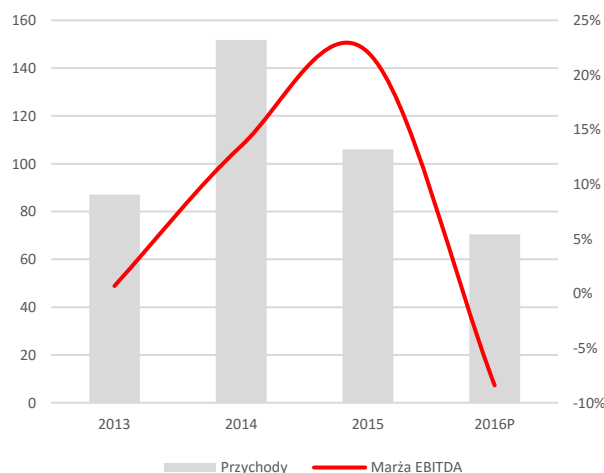
Wyniki segmentu Europa zachodnia [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek wschodnioeuropejski

Wyniki segmentu wschodnioeuropejskiego [mln PLN]



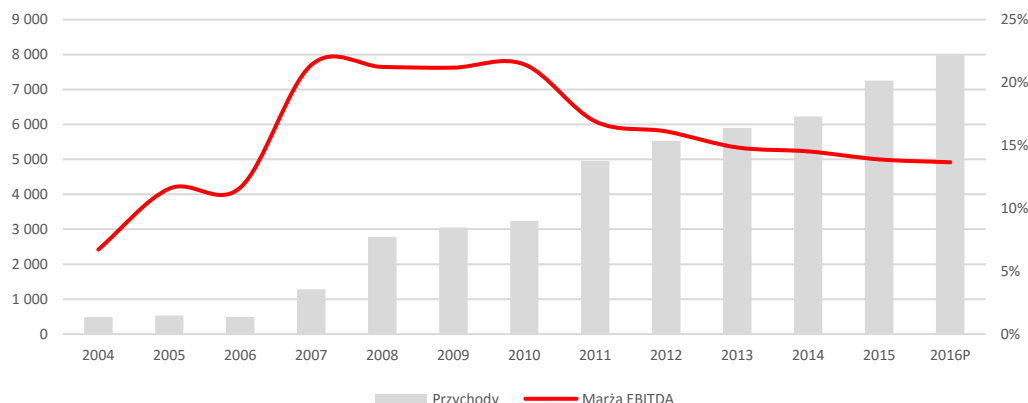
Na rynku wschodnioeuropejskim Asseco oferuje głównie systemy informatyczne dla banków. Trzon działalności w tym segmencie stanowi R-Style, który operuje na rynku rosyjskim. W 3Q'16 Asseco Poland zwiększyło swój udział w kapitale zakładowym tej spółki do 100%. Spadek wyników w ostatnich okresach jest skutkiem wypowiedzenia umowy przez jednego z kluczowych klientów oraz konsolidacji na tamtejszym rynku bankowym.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

HISTORYCZNE WYNIKI

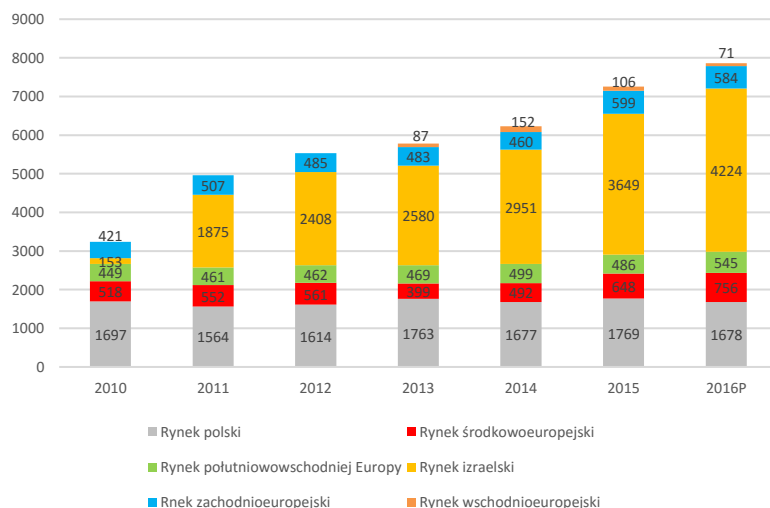
Asseco Poland systematycznie zwiększa przychody co ma źródło w licznych akwizycjach, których spółka dokonywała na przestrzeni lat. Wyraźnemu wahaniu ulegały marże, co jest efektem odmiennego portfela produktów w poszczególnych podmiotach przejmowanych na przestrzeni ostatnich lat. Wyraźny skok rentowności biznesu nastąpił po roku 2007, kiedy to Asseco dokonało akwizycji Prokom Software i połączyło się z Softbankiem. Razem z Prokomem Asseco przejęło trzy duże kontrakty realizowane na atrakcyjnych marżach, były to umowy z ZUS, PZU i PKO. Na przestrzeni ostatnich lat kolejne umowy z ZUS skutkowały spadkiem rentowności, a kontrakt z PZU został utracony, przez co wyraźnie obniżyła się rentowność biznesu spółki, spadał również zysk przypadający na akcjonariuszy większościowych Asseco Poland. Skokowy spadek skonsolidowanej marży EBITDA wynikał także z wyższych kosztów zatrudnienia w przejętych w 2010 roku spółkach izraelskich. Większość przychodów na tamtejszym rynku realizuje Matrix, którego profil działalności jest zbliżony do profilu Asseco Poland na rynku polskim.

Historyczne wyniki Asseco Poland [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

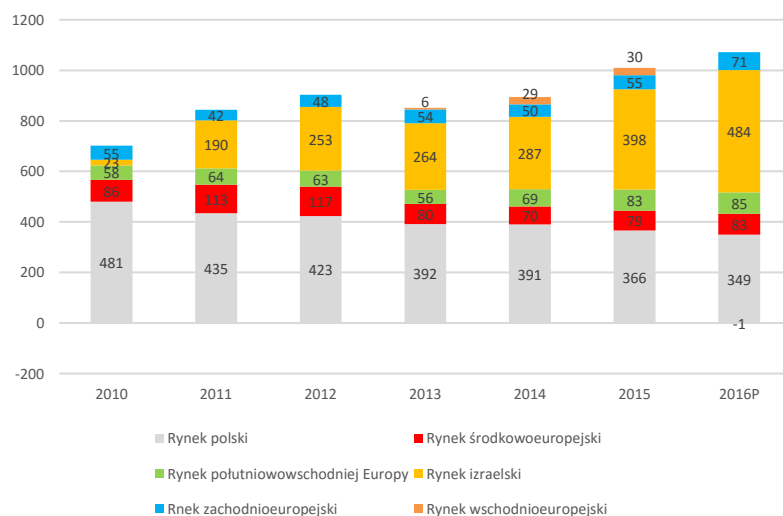
Geograficzna struktura sprzedaży [mln PLN]



Od 2011 roku głównym źródłem wzrostu skonsolidowanej sprzedaży pozostaje rynek izraelski. Podmioty z tego rynku oprócz działalności w samym Izraelu prowadzą udaną ekspansję w skali globalnej. Sapiens stał się jednym z wiodących dostawców rozwiązań informatycznych dla sektora ubezpieczeniowego

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

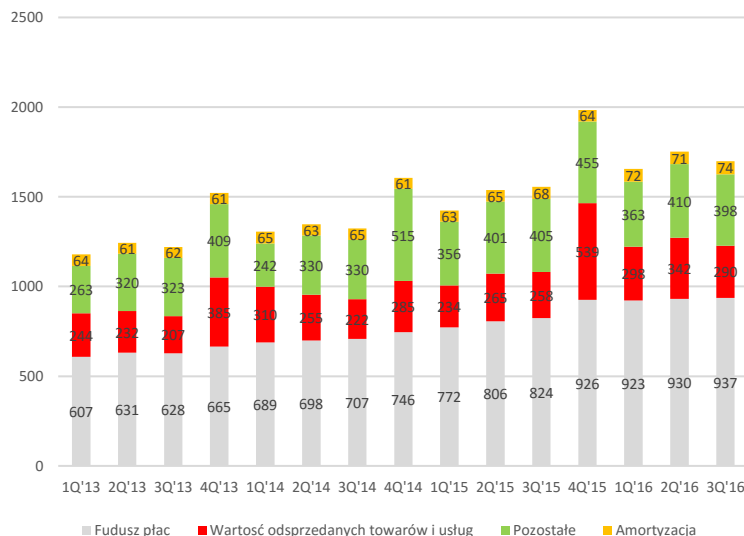
Geograficzna struktura skonsolidowanego EBITDA [mln PLN]



Najmocniej do skonsolidowanego EBITDA kontrybuują spółki izraelskie, tam też jest generowany największy przyrost wyników. Jednak z uwagi na znaczne udziały mniejszości ma to ograniczony wpływ na zysk przypadający akcjonariuszom Asseco Poland.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

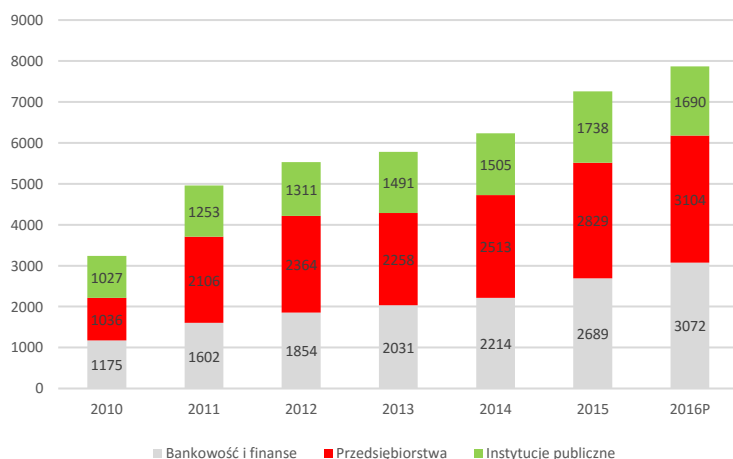
Struktura kosztów w Asseco Poland [mln PLN]



Podobnie jak większość innych firm informatycznych Asseco Poland bazuje na kapitale intelektualnym swoich pracowników. Ma to swoje bezpośrednie odzwierciedlenie w strukturze kosztów, w której fundusz płac odpowiada za ponad połowę wydatków.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

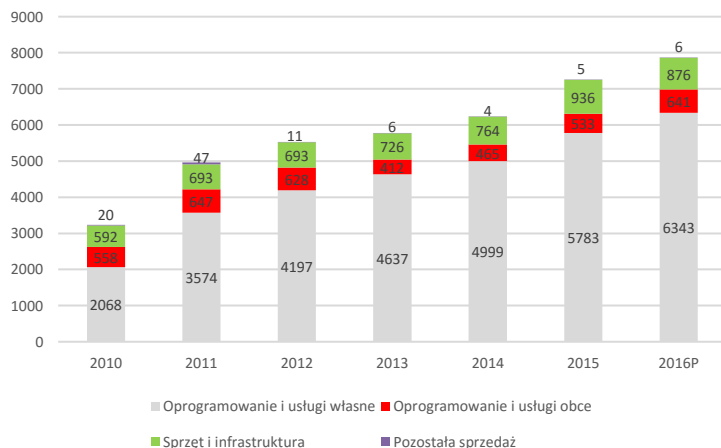
Struktura przychodów wg grup odbiorców [mln PLN]



Dominującą grupą odbiorców są przedsiębiorstwa, dzięki czemu nawet w wyniku kryzysu na rynku zamówień publicznych Asseco Poland jest w stanie generować satysfakcjonujące wyniki i płacić dywidendę. Istotny wpływ na poprawę struktury skonsolidowanych przychodów miało przejęcie spółek izraelskich w 2011 roku. Sprzedaż do sektora komercyjnego stanowi obecnie główny filar wzrostu skali działalności.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

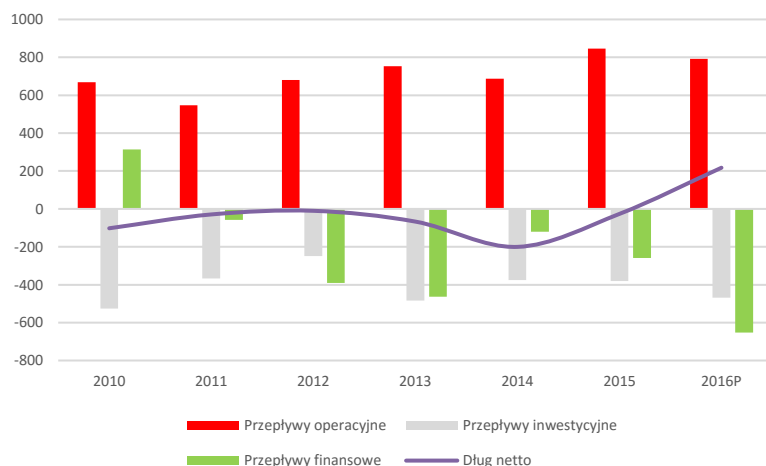
Struktura przychodów wg grup produktów [mln PLN]



Asseco Poland bazuje głównie na sprzedaży rozwiązań własnych, co pozwala na uzyskiwanie zadowalających marż. Wzrost przychodów także jest w większości generowany przez podmioty z grupy kapitałowej, które budują swój biznes wokół oprogramowania oraz usług własnych. Powoduje to systematyczny wzrost udziału tej kategorii w skonsolidowanych przychodach Asseco Poland

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Skonsolidowane przepływy pieniężne i dług netto Asseco Poland [mln PLN]



Grupa kapitałowa Asseco posiada komfortową sytuację płynnościową, którą zapewniają stabilne i wysokie przepływy operacyjne. Pozwala to systematycznie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

BILANS

Skonsolidowany bilans Asseco Poland [mln PLN]

	2013	2014	2015	3Q'15	3Q'16
Aktywa trwałe	6 989,1	7 238,3	7 795,0	7 642,5	8 104,5
RZAT	707,2	724,1	776,1	773,3	781,9
WNIP	1 006,0	954,5	991,6	1 005,8	1 085,2
Wartość firmy	5 206,6	5 554,7	5 695,6	5 495,0	5 695,6
Pozostałe	69,3	5,0	331,7	368,4	541,8
Aktywa obrotowe	2 945,8	3 441,3	4 257,1	3 665,3	3 658,9
Zapasy	95,9	59,8	71,9	112,7	81,1
Należności handlowe	1 205,0	1 326,7	2 099,0	1 815,1	1 910,5
Środki pieniężne	968,6	1 223,8	1 599,7	1 225,5	1 096,7
Pozostałe	676,3	831,0	486,5	512,0	570,6
Aktywa razem	9 934,9	10 679,6	12 052,1	11 307,8	11 763,4
Kapitał własny	7 424,6	7 973,4	8 342,9	8 084,7	8 460,3
Zobowiązania długoterminowe	877,6	988,3	1 324,6	1 310,0	1 217,5
Zobowiązania finansowe	639,0	725,5	1 054,9	1 011,9	893,3
Pozostałe	238,6	262,8	269,7	298,1	324,2
Zobowiązania krótkoterminowe	1 632,7	1 717,9	2 384,6	1 913,1	2 085,6
Zobowiązania finansowe	262,8	298,0	518,5	475,0	550,0
Zobowiązania handlowe	436,5	29,3	844,5	590,6	577,3
Pozostałe	933,4	1 390,6	1 021,6	847,5	958,3
Pasywa razem	9 934,9	10 679,6	12 052,1	11 307,8	11 763,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

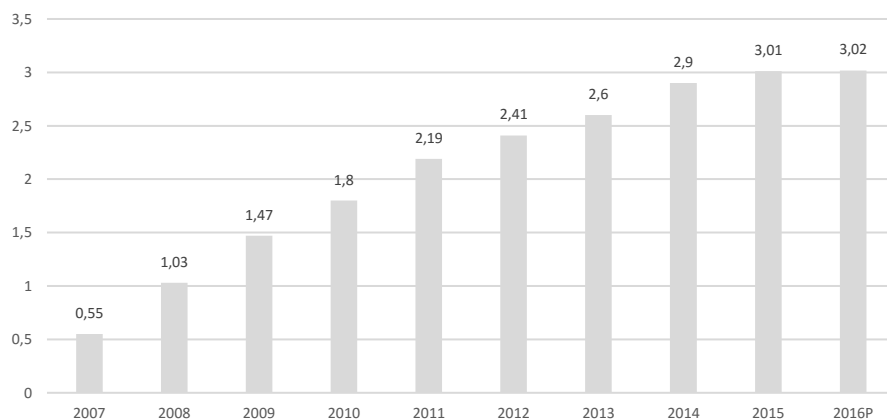
Struktura aktywów Asseco Poland jest typowa dla spółek działających w branży informatycznej. Znaczna część (w przypadku Asseco - 84%) majątku stanowią wartości niematerialne i prawne z czego zdecydowana większość to wartość firmy. Jest ona rezultatem przeszłości spółki bogatej w działalność akwizycyjną. Jeśli chodzi o kapitał obrotowy to zdecydowaną jego większość stanowią należności handlowe ponieważ podmioty z grupy kapitałowej świadczą głównie usługi i sprzedają oprogramowanie, przez co nie ma

konieczności posiadania zapasów na magazynie. Spółka także w większości bazuje na rozwiązaniach własnych, co powoduje ograniczoną potrzebę sięgania po kredyt kupiecki.

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, choć za 2016 rok oczekujemy dywidendy (w przeliczeniu na jedną akcję) raczej na poziomie zbliżonym do tego z 2015 roku. Wynika to z trudnego okresu w jakim znalazł się obecnie rynek zamówień publicznych w Polsce.

Dywidenda w PLN na akcję za okres



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Uważamy, że 4Q'16 jeszcze przyniesie słabsze odczyty jeśli chodzi o wyniki skonsolidowane. Główną przyczyną takiego stanu rzeczy jest rynek polski, gdzie oprócz wyraźnego spowolnienia w obszarze administracji publicznej w 2016 roku mieliśmy do czynienia z wysoką bazą z 4Q'15 wywołaną jednorazową dostawą sprzętu. Dlatego pomimo utrzymania się skonsolidowanej sprzedaży na poziomie zbliżonym r/r oczekujemy spadku zysku netto przypadającego akcjonariuszom większościowym o 31% r/r. Stopniową poprawę powinien przynieść już 2017 rok, kiedy to spodziewamy się ożywienia w obszarze administracji publicznej. Zakładamy, że poprawa powinna być widoczna już od 1Q'17 z racji niskiej bazy z poprzedniego roku. Oceniamy, że głównym źródłem wzrostu w 1H'17 będzie sektor komercyjny w tym spółki izraelskie oraz region środkowej Europy, gdzie już na przełomie 4Q'16 i 1Q'17 może być odczuwalne ożywienie na rynku słowackim.

Prognozy wyników Asseco Poland [mln PLN]

	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	2 196,0	1 844,4	1 926,2	1 902,3	2 192,9	1 986,9	2 075,6	2 106,6	2 424,3	7 256,2	7 865,8	8 593,4	9 160,2
<i>Rynek polski</i>	614,7	366,4	463,5	371,9	476,0	370,4	466,2	425,1	565,9	1 769,1	1 677,8	1 827,6	2 086,9
<i>Rynek środkowoeuropejski</i>	256,3	170,4	159,3	154,8	271,9	182,4	170,0	168,7	293,4	647,7	756,4	814,6	845,4
<i>Rynek południowo-wschodniej Europy</i>	139,4	119,7	138,6	132,4	154,3	126,6	148,8	138,1	164,1	486,2	545,0	577,6	590,7
<i>Rynek izraelski</i>	979,6	1 027,0	999,8	1 097,2	1 099,8	1 138,5	1 118,1	1 226,6	1 198,1	3 648,5	4 223,8	4 681,2	4 910,8
<i>Rynek zachodnioeuropejski</i>	180,1	143,9	146,3	127,0	166,3	152,0	155,2	136,5	178,2	598,7	583,5	621,9	652,3
<i>Rynek wschodnioeuropejski</i>	25,9	17,0	17,3	11,6	24,6	17,0	17,3	11,6	24,6	106,0	70,5	70,5	74,0
Zysk brutto ze sprzedaży	506,3	442,5	445,2	468,6	497,1	458,1	476,0	488,7	550,9	1 749,6	1 853,4	1 973,7	2 076,7
EBITDA	274,0	257,8	247,9	280,7	282,2	255,4	267,9	278,7	321,9	1 007,7	1 068,6	1 123,9	1 201,9
<i>Rynek polski</i>	85,6	80,1	96,7	92,8	79,6	68,8	78,8	78,4	95,8	365,7	349,2	321,8	359,6
<i>Rynek środkowoeuropejski</i>	29,4	18,1	17,6	18,2	29,6	21,8	20,9	20,8	31,5	79,2	83,5	94,9	98,0
<i>Rynek południowowschodniej Europy</i>	22,5	18,8	22,7	20,6	22,5	20,0	21,5	23,0	23,0	82,9	84,6	87,5	87,8
<i>Rynek izraelski</i>	110,0	117,4	104,6	123,2	138,4	125,2	126,8	138,0	149,4	397,7	483,6	539,4	569,8
<i>Rynek zachodnioeuropejski</i>	21,6	24,8	5,1	28,6	12,6	17,9	18,2	16,5	20,3	55,1	71,1	72,9	75,1
<i>Rynek wschodnioeuropejski</i>	6,5	0,6	1,9	-2,9	-0,5	1,7	1,7	2,1	2,0	29,6	-0,9	7,5	11,6
EBIT	211,5	186,0	176,4	204,0	209,9	183,3	195,9	206,7	249,8	745,2	776,3	835,7	922,7
Wynik brutto	238,2	162,9	174,9	185,2	200,7	174,5	187,2	197,5	240,8	743,4	723,7	800,0	869,2
Wynik netto	188,7	120,1	131,0	148,2	154,5	134,4	144,2	152,1	185,4	575,8	553,8	616,0	669,3
Akcjonariuszom jednostki dominującej	125,9	65,6	77,3	81,7	87,1	74,7	83,3	83,5	109,8	365,5	311,7	351,4	377,7
Marża brutto	23%	24%	23%	25%	23%	23%	23%	23%	23%	24%	24%	23%	23%
Marża EBITDA	12%	14%	13%	15%	13%	13%	13%	13%	13%	14%	14%	13%	13%
<i>Rynek polski</i>	14%	22%	21%	25%	17%	19%	17%	18%	17%	21%	21%	18%	17%
<i>Rynek środkowoeuropejski</i>	11%	11%	11%	12%	11%	12%	12%	12%	11%	12%	11%	12%	12%
<i>Rynek południowo-wschodniej Europy</i>	16%	16%	16%	16%	15%	16%	14%	17%	14%	17%	16%	15%	15%
<i>Rynek izraelski</i>	11%	11%	10%	11%	13%	11%	11%	11%	12%	11%	11%	12%	12%
<i>Rynek zachodnioeuropejski</i>	12%	17%	3%	23%	8%	12%	12%	12%	11%	9%	12%	12%	12%
<i>Rynek wschodnioeuropejski</i>	25%	4%	11%	-25%	-2%	10%	10%	18%	8%	28%	-1%	11%	16%
Marża EBIT	10%	10%	9%	11%	10%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Marża netto	9%	7%	7%	8%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	7%	7%	7%
Marża netto na akcjonariuszy większościowych	6%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	4%	4%	4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek polski

W Polsce Asseco Poland posiada znaczną ekspozycję na sektor administracji publicznej, przez co dość wyraźnie odczuwa przejściowy kryzys w segmencie administracji publicznej. Pozytywnie natomiast oceniamy perspektywę dla rynku komercyjnego, gdzie w związku ze zmianami w przepisach podatkowych podmioty z grupy kapitałowej mogą odczuwać zwiększony popyt na swoje produkty. W 2H'17 zakładamy pojawienie się przetargów z administracji publicznej, prognozujemy, że jedną z pierwszych branż, która będzie zgłaszała popyt na rozwiązania informatyczne będzie ochrona zdrowia, gdzie Asseco Poland ma ugruntowaną pozycję.

W nieco dalszej perspektywie spodziewamy się inwestycji w takich obszarach jak e – administracja czy smart city, które powinny wpłynąć na wyniki dopiero w 2018 roku.

W 2H'17 powinna się rozstrzygnąć także kwestia przetargu na rozwój o utrzymanie KSI w ZUS. Wydaje się nam bardzo prawdopodobne, że marżowość nowego kontraktu może okazać się niższa. Jednak początek realizacji usług wynikających z nowej umowy powinien nałożyć się na prognozowane ożywienie na rynku zamówień publicznych, dzięki czemu luka po wpływach z ZUS powinna zostać zasypana przez przychody z nowych kontraktów.

Rynek środkowoeuropejski

Kolejne kwartały powinny upłynąć pod znakiem ożywienia na rynku przetargów publicznych na Słowacji oraz kontynuacji wzrostu w segmencie komercyjnym. W 4Q'16 oczekujemy jeszcze EBITDA w tym segmencie na poziomie zbliżonym do analogicznego okresu roku poprzedniego. Natomiast za sprawą wspomnianego już ożywienia na rynku Słowackim oraz utrzymania koniunktury w segmencie komercyjnym oczekujemy 14% wzrostu EBITDA w 2017 roku.

Rynek południowowschodniej Europy

Obecnie wyniki Asseco SEE są pod presją sytuacji politycznej w Turcji, gdzie przedsiębiorcy wyraźnie zmniejszyli nakłady inwestycyjne w tym nakłady na infrastrukturę informatyczną. Ponadto z racji kryzysu we włoskim sektorze bankowym ekspansja na tamtejszym rynku może nie przynieść początkowo zakładanych efektów. Niemniej jednak pozytywnie odnosimy się do segmentu płatności gdzie udało się podpisać duże kontrakty na rynku serbskim oraz rumuńskim. Zakładamy, że to właśnie one będą źródłem poprawy wyników w 2017 roku i z powodzeniem będą w stanie zneutralizować skutki kryzysu w Turcji oraz ewentualnych reperkusji związanych z konsolidacją sektora bankowego.

Rynek izraelski

Spółkom izraelskim udaje się prowadzić udaną ekspansję na rynkach zagranicznych. Na 2016 rok zarówno Sapiens jak i Magic zrewidowali w górę swoje prognozy dotyczące przychodów, natomiast Sapiens obniżył jednocześnie swoje przewidywania co do marży operacyjnej. Wynika to z nakładów ponoszonych na rozwój struktur sprzedażowych, które mają zapewnić temu podmiotowi udaną ekspansję na kolejnych rynkach. Dlatego uważamy, że w 2017 roku rozwiązania dla sektora ubezpieczeniowego będą w dalszym ciągu głównym motorem rozwoju dla tego segmentu i prognozujemy kilkunastoprocentową poprawę EBITDA dla dywizji izraelskiej

Rynek zachodnioeuropejski

Na rynku zachodnioeuropejskim spodziewamy się głównie pozytywnej kontrybucji Exictosa, który działa na terenie Afryki, jeśli chodzi o sam 4Q'16, to z racji kumulacji wyników w 3Q'16 spodziewamy się spadku rezultatów w ujęciu r/r w tym segmencie. W całym 2017 roku prognozujemy poprawę EBITDA.

Rynek wschodnioeuropejski

Rok 2016 nie był dla Asseco zbyt udany w tym segmencie, jednak z racji niskiej bazy już w 2017 powinna być odczuwalna pewna poprawa. Dużą niewiadomą jest także polityka nowej administracji w USA wobec Rosji, gdyby rzeczywiście doszło do złagodzenia kursu, to istnieje szansa na poprawę sytuacji w tamtejszym sektorze bankowym. Uważamy że mogłoby to pozytywnie wpłynąć także na wyniki Asseco Poland, które na rynku wschodnioeuropejskim sprzedaje swoje rozwiązania głównie do sektora bankowego i finansowego.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa Trwałe	7 238,3	7 795,0	8 119,0	8 119,5	8 115,1	8 123,7	8 139,8	8 149,0	8 161,7	8 169,1	8 184,4	8 186,4	8 192,3
Wartości niematerialne i prawne	954,5	991,6	1 081,4	1 081,6	1 079,1	1 084,1	1 093,5	1 098,8	1 106,2	1 110,5	1 119,4	1 120,5	1 124,0
Wartość firmy	5 206,6	5 554,7	5 695,6	5 695,6	5 695,6	5 695,6	5 695,6	5 695,6	5 695,6	5 695,6	5 695,6	5 695,6	5 695,6
Rzeczowe aktywa trwałe	724,1	776,1	779,2	779,3	777,5	781,1	787,9	791,7	797,0	800,1	806,5	807,4	809,8
Pozostałe aktywa trwałe	353,1	472,6	562,9	562,9	562,9	562,9	562,9	562,9	562,9	562,9	562,9	562,9	562,9
Aktywa obrotowe	3 441,3	4 257,1	3 763,8	3 990,7	4 138,4	4 280,2	4 294,4	4 327,4	4 362,5	4 409,6	4 452,4	4 510,3	4 796,5
Zapasy	59,8	71,9	87,4	95,5	101,8	106,3	109,6	113,4	117,1	120,8	124,3	128,0	131,8
Należności handlowe	1 326,7	2 099,0	1 900,9	2 076,7	2 213,7	2 312,3	2 383,8	2 467,5	2 547,6	2 626,7	2 704,4	2 784,4	2 866,9
Środki pieniężne	1 223,8	1 599,7	1 204,9	1 247,9	1 252,3	1 291,1	1 230,3	1 175,9	1 127,2	1 091,6	1 053,0	1 027,2	1 227,2
Pozostałe aktywa obrotowe	831,0	486,5	570,6	570,6	570,6	570,6	570,6	570,6	570,6	570,6	570,6	570,6	570,6
Aktywa razem	10 679,6	12 052,1	11 882,9	12 110,2	12 253,5	12 403,9	12 434,2	12 476,5	12 524,2	12 578,7	12 636,8	12 696,7	12 988,8
Kapitały własne	7 973,4	8 342,9	8 567,1	8 739,9	8 945,3	9 165,1	9 372,2	9 588,5	9 811,4	10 041,3	10 275,3	10 510,3	10 744,2
Zobowiązania długoterminowe	988,3	1 324,6	1 217,5	1 217,5	1 139,6	1 039,6	960,4	760,4	560,4	360,4	360,4	360,4	324,2
Zobowiązania finansowe	725,5	1 054,9	893,3	893,3	815,4	715,4	636,2	436,2	236,2	36,2	36,2	36,2	0,0
Pozostałe zobowiązania	262,8	269,7	324,2	324,2	324,2	324,2	324,2	324,2	324,2	324,2	324,2	324,2	324,2
Zobowiązania krótkoterminowe	1 717,9	2 384,6	2 098,2	2 152,8	2 168,6	2 199,2	2 101,6	2 127,6	2 152,4	2 177,0	2 001,1	1 825,9	1 848,0
Zobowiązania finansowe	298,0	518,5	550,0	550,0	523,3	523,3	403,5	403,5	403,5	403,5	203,5	3,5	0,0
Zobowiązania handlowe	29,3	844,5	589,9	644,5	687,0	717,6	739,8	765,8	790,6	815,2	839,3	864,1	889,7
Pozostałe zobowiązania	1 390,6	1 021,6	958,3	958,3	958,3	958,3	958,3	958,3	958,3	958,3	958,3	958,3	958,3
Pasywa razem	10 679,6	12 052,1	11 882,9	12 110,2	12 253,5	12 403,9	12 434,2	12 476,5	12 524,2	12 578,7	12 636,8	12 696,7	12 916,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	6 231,9	7 256,2	7 865,8	8 593,4	9 160,2	9 567,9	9 864,1	10 210,4	10 541,6	10 868,9	11 190,6	11 521,9	11 863,0
EBITDA	905,1	1 007,7	1 068,6	1 123,9	1 201,9	1 254,6	1 294,4	1 339,8	1 380,5	1 420,2	1 455,4	1 492,5	1 533,6
EBIT	636,7	745,2	776,3	835,7	922,7	976,1	1 014,6	1 052,9	1 087,4	1 123,3	1 157,3	1 189,1	1 225,1
Saldo działalności finansowej	11,4	-1,8	-52,6	-35,7	-34,8	-30,8	-22,2	-15,1	-8,0	-0,7	6,8	14,2	15,4
Wynik brutto	648,1	743,4	723,7	800,0	869,2	926,6	973,0	1 019,3	1 061,8	1 105,7	1 147,7	1 187,6	1 225,1
Wynik netto	358,4	365,5	311,7	351,4	377,7	401,6	420,8	439,0	457,2	476,7	496,9	516,9	532,9
CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	686,4	846,0	792,2	810,6	882,5	950,2	998,6	1 025,3	1 059,7	1 090,8	1 117,8	1 144,7	1 175,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-374,9	-380,9	-468,9	-272,8	-256,1	-268,3	-276,6	-277,6	-288,1	-287,4	-297,0	-289,5	-299,0
Przepływy z działalności finansowej	-120,8	-259,0	-673,1	-494,8	-622,0	-643,2	-782,8	-802,1	-820,3	-839,0	-859,4	-881,0	-676,8
Przepływy pieniężne netto	190,7	206,1	-349,8	43,0	4,3	38,8	-60,8	-54,4	-48,6	-35,7	-38,5	-25,9	200,0
Środki pieniężne na początek okresu	810,1	1 223,8	1 491,5	1 204,9	1 247,9	1 252,3	1 291,1	1 230,3	1 175,9	1 127,2	1 091,6	1 053,0	1 027,2
Środki pieniężne na koniec okresu	1 223,8	1 429,9	1 204,9	1 247,9	1 252,3	1 291,1	1 230,3	1 175,9	1 127,2	1 091,6	1 053,0	1 027,2	1 227,2

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	6%	16%	8%	9%	7%	4%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
EBITDA zmiana r/r	3%	11%	6%	5%	7%	4%	3%	4%	3%	3%	2%	3%	3%
EBIT zmiana r/r	4%	17%	4%	8%	10%	6%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
Zysk netto zmiana r/r	-9%	2%	-15%	13%	7%	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	3%
Marża brutto na sprzedaży	24%	24%	24%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Marża EBITDA	15%	14%	14%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Marża EBIT	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Marża netto	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
COGS / przychody	76%	76%	76%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%
SG&A / przychody	14%	14%	14%	13%	13%	13%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
SG&A / COGS	18%	18%	18%	17%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
ROE	7%	7%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
ROA	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%
Dług	1023,5	1573,4	1443,3	1443,3	1338,7	1238,7	1039,7	839,7	639,7	439,7	239,7	39,7	0,0
D/(D+E)	11%	16%	14%	14%	13%	12%	10%	8%	6%	4%	2%	0%	0%
D/E	13%	19%	17%	17%	15%	14%	11%	9%	7%	4%	2%	0%	0%
Odsetki/EBIT	6%	6%	6%	6%	6%	5%	4%	3%	2%	2%	1%	0%	0%
Dług netto	-200,3	-26,3	238,4	195,4	86,4	-52,4	-190,6	-336,2	-487,5	-651,9	-813,3	-987,5	-1227,2
Dług netto / Kapitał własny	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Dług netto / EBITDA	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8
Dług netto / EBIT	-0,3	0,0	0,3	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0
EV	4380,5	4554,5	4819,1	4776,2	4667,2	4528,4	4390,2	4244,6	4093,3	3928,9	3767,4	3593,3	3408,7
Dług / EV	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
CAPEX/Przychody	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
CAPEX/Amortyzacja	76%	73%	70%	100%	98%	103%	106%	103%	104%	103%	105%	101%	102%
Amortyzacja/Przychody	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Zmiana KO / Przychody	8%	0%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-2,6	-1,3	-2,2	-1,9	-2,7	-4,0	-5,7	-5,1	-5,5	-5,7	-6,0	-6,0	-6,0
Wskaźniki rynkowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/E	12,8	12,5	14,7	13,0	12,1	11,4	10,9	10,4	10,0	9,6	9,2	8,9	8,7
P/CE	12,8	12,5	14,7	13,0	12,1	11,4	10,9	10,4	10,0	9,6	9,2	8,9	8,7
EV/EBITDA	12,8	12,5	14,7	13,0	12,1	11,4	10,9	10,4	10,0	9,6	9,2	8,9	8,7
EV/EBITDA Skorygowany	7,8	8,0	8,1	7,9	7,2	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3	6,1	6,0	5,8
EV/EBIT Skorygowany	6,8	6,1	6,2	5,7	5,1	4,6	4,3	4,0	3,8	3,5	3,3	3,0	2,8
EV/EBIT	11,5	10,4	11,6	10,8	9,6	9,0	8,7	8,5	8,3	8,0	7,8	7,6	7,3
EV/S	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
BVPS	63,6	64,6	66,2	68,3	70,8	73,4	75,9	78,5	81,2	84,0	86,8	89,6	91,3
EPS	4,3	4,4	3,8	4,2	4,6	4,8	5,1	5,3	5,5	5,7	6,0	6,2	6,3
CEPS	4,3	4,4	3,8	4,2	4,6	4,8	5,1	5,3	5,5	5,7	6,0	6,2	6,3
Dywidenda [mln PLN]	215,8	240,7	249,8	252,4	263,5	283,3	321,3	336,6	351,2	365,7	381,3	397,5	413,5
DPS	2,6	2,9	3,0	3,0	3,2	3,4	3,9	4,1	4,2	4,4	4,6	4,8	4,9
Dyield	0%	5%	5%	6%	6%	6%	7%	7%	8%	8%	8%	9%	9%
Payout ratio	55%	67%	68%	81%	75%	75%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%

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, stal/węgiel

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	data	Godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	63,0	-	-	24.01.2017	11:43 CEST	55,5	53 633

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'17:

Kupuj	2	50%
Akumuluj	2	50%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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.

Nota prawna:

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

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank 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 dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 24.01.2017 roku (11:43 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 26.01.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały ujawnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek 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 23.01.2017 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 powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą 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.