

czwartek, 20 lipca 2017 | aktualizacja raportu

Asseco Poland: redukuje (podtrzymana)

ACP PW; ACP.WA | IT, Polska

Ciemne chmury nad Asseco

Od publikacji naszego raportu analitycznego w lutym'17 notowania Asseco Poland były gorsze od szerokiego indeksu o ponad 17%. Pomimo tak dużego relatywnego spadku, podtrzymujemy nasze niekonsensusowe negatywne podejście do Spółki. Prognozę dla zysku netto obniżamy w dół o 9% w okresie 2017-18, głównie ze względu na gorsze od naszych wcześniejszych założeń odczyty w spółce matce. Po słabym 1Q'17, kiedy zysk EBIT matki spadł o 27% R/R, spodziewamy się że 2Q'17 będzie jeszcze gorszy. Zakładamy 22,0 mln PLN zysku EBIT, tj. 53% mniej R/R. Jest to pochodna słabego popytu od administracji publicznej w ramach obecnie realizowanych zamówień. Ponadto, nie widzimy jakichkolwiek zmian w zakresie dużych przetargów z dofinansowaniem UE, co odbije się na wynikach całego roku. Nasze prognozy dla linii netto są w latach 2017-18 niższe o odpowiednio 14% i 18% od założeń rynku. Drugim kluczowym argumentem obniżenia ceny docelowej jest deprecjacja USD vs. PLN oraz spadek rynkowej wyceny największej córki Asseco, tj. izraelskiej Formuli Systems (ponad 7% od połowy maja). Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 44,80 PLN. Asseco Poland jest notowane obecnie na P/E'17 = 14,4x, z blisko 23%-owym dyskontem do spółek porównywalnych, jednak poziom dyskonta spada do 8% w 2019 r. Sądzymy, że ciekawszymi propozycjami inwestycyjnymi niż Asseco Poland są Asseco Business Solutions i Asseco South Eastern Europe.

Słabe wyniki w 2Q'17

Estymujemy, że Asseco Poland wygeneruje w 2Q'17 tylko 51,2 mln PLN zysku netto, tj. >33% mniej R/R. W rozbiciu najgorzej wypadnie spółka matka, gdzie zakładamy tylko 15,4 mln PLN zysku netto vs. 32,5 mln PLN rok wcześniej (w 2Q'16, bez dywidend ze spółek zależnych, raportowany zysk netto matki w 2Q'16 wyniósł 74,0 mln PLN). Tak niski wynik w matce będzie pochodną załamania się przychodów (spodziewamy się 193,9 mln PLN vs. 239,5 mln PLN rok wcześniej), za co głównie odpowiadać będzie segment administracji publicznej. Po 1H'17 grupa Asseco Poland wygeneruje 112,1 mln PLN zysku netto (-21,5% R/R), co będzie stanowić tylko 35% rocznej prognozy konsensusu (1H'16/cały 2016 = 47%).

Pesymistyczna perspektywa na resztę roku

Słabe wyniki matki Asseco to nie koniec problemów. Obecnie toczy się przetarg na utrzymanie systemu KSI w ZUS (wartość kontaktu szacuje się na ok. 350-370 mln PLN). ZUS chce podpisać umowę w marcu'18. Asseco Poland, które obecnie utrzymuje system, będzie walczyć o przedłużenie kontaktu z Comarchem, konsorcjum Enterprise Services Polska i Capgemini oraz konsorcjum Atos. Nawet jeśli Asseco wygra przetarg, perspektywa wysokiej rentowności jest mało prawdopodobna. ZUS poinformował też o planach nowego systemu, jednak podchodzimy do nich z rezerwą patrząc na przedłużający się przetarg na utrzymanie obecnego systemu IT. Kolejny negatywny trend dla Asseco Poland to insourcing informatyków przez spółki skarbu państwa, tak by same wykonywały systemy IT. Przykładem jest duży kontakt na system CRM w PGE, który wyceniano na >200 mln PLN. Spółka zdecydowała, że wyprodukuje oprogramowanie samodzielnie.

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	7 256,2	7 932,0	8 576,9	8 886,3	9 150,7
EBITDA	1 007,7	1 060,7	1 041,0	1 134,1	1 162,4
marża EBITDA	13,9%	13,4%	12,1%	12,8%	12,7%
EBIT	744,7	769,4	741,4	829,1	853,8
Zysk netto	365,0	301,3	272,6	282,1	287,5
P/E	10,7	13,0	14,4	13,9	13,6
P/CE	6,2	6,5	6,9	6,7	6,6
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	6,8	7,0	7,2	6,5	6,3
DPS	2,90	3,01	3,01	3,01	3,01
DYield	6,1%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%

Cena bieżąca	47,23 PLN
Cena docelowa	44,80 PLN
Kapitalizacja	3,91 mld PLN
Free float	3,65 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	14,10 mln PLN

Struktura akcjonariatu

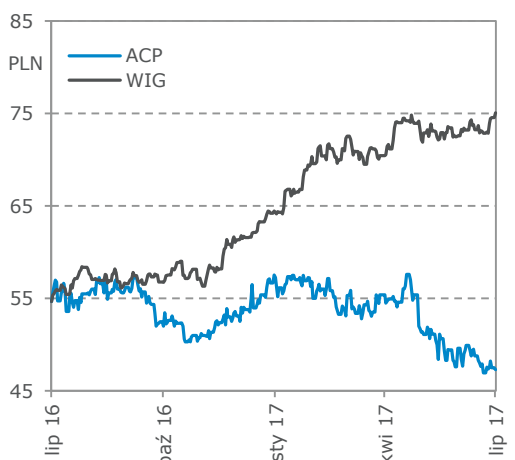
Aviva OFE	12,89%
Adam Góral, CEO	9,74%
NN OFE	8,35%
PZU OFE	5,18%

Pozostali akcjonariusze 63,84%

Profil spółki

Asseco Poland specjalizuje się w produkcji i rozwoju oprogramowania i jest największym software house z polskim kapitałem. Grupa oferuje rozwiązania IT dla wszystkich sektorów gospodarki. Ponad połowę przychodów Grupy stanowią rozwiązania własne. Asseco działa w większości krajów europejskich oraz w Izraelu, USA, Japonii i Kanadzie. Spółki Grupy są notowane na GPW, Tel Aviv Stock Exchange, a także na amerykańskim NASDAQ.

Kurs akcji ACP na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Asseco Poland	44,80	48,79	redukuje	redukuje

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Asseco Poland	47,23	44,80	-5,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2017P	2018P	2019P
Przychody	+1,9%	+1,0%	+0,9%
EBITDA	-7,4%	-3,6%	-3,0%
Zysk netto	-9,4%	-8,6%	-7,8%

Analityk:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl

Wycena

Wartość spółki Asseco Poland szacujemy na podstawie podejścia SOTP (suma części składowych poszczególnych spółek z grupy wycenianych według metod podanych w poniżej tabeli) i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Asseco Poland szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 44,80 PLN.

(PLN)	waga	Cena
Wycena SOTP	50%	44,5
Wycena porównawcza	50%	45,4
cena wynikowa*		41,9
cena docelowa za 9 m-cy*		44,8

*korekta o 3,01 PLN wypłaconej dywidendy

Wycena sumą części

(mln PLN)	Wycena	Udział	Metoda
Asseco Poland matka	995	100,0%	DCF
Asseco Central Europe	610	92,8%	10x PE
Asseco Business Solutions	1 017	46,5%	DCF
Asseco South Eastern Europe	739	51,1%	DCF
Rynek zachodnioeuropejski	240	100,0%	10x PE
Formula Systems (USDPLN = 3,62)	2 034	46,3%	wycena rynkowa
R-Style Softlab	-	100,0%	6x PE
Pozostałe	104		10x PE
Razem	3 695		
na akcję (PLN)		44,5	
cena za 9 m-cy (PLN)		47,4	

*strata na linii netto w 2016 i 2017 r,

Wycena DCF spółki matki

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników matki Asseco Poland w latach 2017-2026.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wyznaczamy na poziomie 0,0%.
- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan długu netto na koniec 2016 roku, czyli 174 mln PLN.

Model DCF

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2026+
Przychody ze sprzedaży	847,1	883,2	910,8	933,2	954,0	973,1	992,6	1 012,4	1 032,7	1 053,3	
zmiana	-10,8%	4,3%	3,1%	2,5%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
EBIT	133,5	129,1	127,0	128,7	129,9	130,7	131,7	132,6	133,5	134,5	
marża EBIT	15,8%	14,6%	13,9%	13,8%	13,6%	13,4%	13,3%	13,1%	12,9%	12,8%	
Opodatkowanie EBIT	25,4	24,5	24,1	24,4	24,7	24,8	25,0	25,2	25,4	25,6	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	108,2	104,6	102,8	104,2	105,2	105,9	106,7	107,4	108,1	109,0	
Amortyzacja	39,0	32,7	31,4	32,2	32,9	33,6	34,2	34,9	35,6	36,3	
CAPEX	-25,5	-29,0	-31,4	-32,2	-32,9	-33,6	-34,2	-34,9	-35,6	-36,3	
Kapitał obrotowy	-49,2	-12,0	-11,0	-11,0	-10,9	-10,8	-11,3	-11,7	-12,1	-12,6	
FCF	72,4	96,2	91,8	93,2	94,3	95,1	95,4	95,7	96,0	96,3	96,3
WACC	8,4%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,2%	8,2%	
współczynnik dyskonta	95,4%	88,1%	81,3%	75,1%	69,4%	64,1%	59,2%	54,7%	50,5%	46,6%	
PV FCF	69,1	84,8	74,7	70,0	65,4	60,9	56,5	52,3	48,5	44,9	
WACC	8,4%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,2%	8,2%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	4,2%	4,6%	5,0%	5,3%	5,5%	5,7%	5,9%	6,1%	6,2%	6,3%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy				0,0%							
Wartość rezydualna (TV)				1 160							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				541							
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy				627							
Wartość firmy (EV)				1 168							
Dług netto (koniec 2016 r.)				174							
Inne aktywa nieoperacyjne				-							
Udziałowcy mniejszościowi				-							
Wartość firmy (mln PLN)				995							

Wycena DCF Asseco Business Solutions

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Asseco Business Solutions w latach 2017-2026.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wyznaczamy na poziomie 2,0%.
- Uwzględniamy przejęcie spółki Macrologic (dla uproszczenia założyliśmy przejęcie 100% kapitałów własnych)

- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan gotówki netto na koniec 2016 roku pomniejszony o wypłaconą dywidendę, czyli w sumie 28 mln PLN dla ABS oraz 3 mln PLN długu netto dla Macrologic oraz 111 mln PLN nakładów pieniężnych na zakup podmiotu. W ten sposób dług netto oszacowaliśmy na koniec 2016 r. na 87 mln PLN.

Model DCF

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2026+
Przychody ze sprzedaży	246,9	264,4	280,2	294,1	306,3	316,9	326,0	333,8	341,3	348,9	
zmiana	-	8,9%	7,3%	6,0%	4,9%	4,0%	3,3%	2,7%	2,5%	2,5%	
EBIT	68,9	73,8	81,8	90,3	94,7	98,4	101,7	104,6	107,2	110,0	
marża EBIT	27,9%	27,9%	29,2%	30,7%	30,9%	31,1%	31,2%	31,3%	31,4%	31,5%	
Opodatkowanie EBIT	13,1	14,0	15,5	17,2	18,0	18,7	19,3	19,9	20,4	20,9	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	55,8	59,8	66,3	73,2	76,7	79,7	82,4	84,7	86,9	89,1	
Amortyzacja	18,4	19,5	20,4	21,2	21,9	22,4	22,8	23,1	23,4	23,6	
CAPEX	-20,1	-21,1	-21,9	-22,5	-23,0	-23,3	-23,5	-23,5	-23,6	-23,6	
Kapitał obrotowy	-4,0	-3,2	-2,9	-2,6	-2,2	-1,9	-1,7	-1,4	-1,4	-1,4	
FCF	50,1	55,0	61,9	69,3	73,3	76,9	80,0	82,8	85,3	87,7	87,0
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	96,0%	88,5%	81,6%	75,2%	69,3%	63,8%	58,8%	54,2%	50,0%	46,1%	
PV FCF	48,1	48,6	50,5	52,1	50,8	49,1	47,1	44,9	42,6	40,4	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy				2,0%							
Wartość rezydualna (TV)				1365							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				629							
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy				474							
Wartość firmy (EV)				1103							
Skorygowany dług netto (koniec 2016 r.)				87							
Inne aktywa nieoperacyjne				-							
Udziałowcy mniejszościowi				-							
Wartość firmy (mln PLN)				1 017							

Wycena DCF Asseco South Eastern Europe

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Asseco South Eastern Europe w latach 2017-2026.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wyznaczamy na poziomie 0,0%.
- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan gotówki netto na koniec 2016 roku pomniejszony o wypłaconą dywidendę, czyli w sumie 78 mln PLN.

Model DCF

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2026+
Przychody ze sprzedaży	610,6	635,0	657,9	679,2	699,0	717,3	734,3	749,9	764,2	777,4	
zmiana		4,0%	3,6%	3,2%	2,9%	2,6%	2,4%	2,1%	1,9%	1,7%	
EBIT	64,5	67,5	69,7	71,7	73,5	75,2	76,7	77,6	78,9	79,9	
marża EBIT	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,5%	10,5%	10,4%	10,4%	10,3%	10,3%	
Opodatkowanie EBIT	12,3	12,8	13,2	13,6	14,0	14,3	14,6	14,8	15,0	15,2	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	52,2	54,7	56,4	58,1	59,5	60,9	62,1	62,9	63,9	64,7	
Amortyzacja	38,3	39,3	40,4	41,5	42,6	43,8	44,9	46,2	48,7	49,5	
CAPEX	-38,9	-40,5	-41,9	-43,3	-44,5	-45,7	-46,8	-47,8	-48,7	-49,5	
Kapitał obrotowy	-6,9	-5,3	-5,3	-5,3	-5,4	-5,4	-5,4	-5,3	-5,3	-5,3	
FCF	44,7	48,3	49,6	50,9	52,3	53,6	54,9	55,9	58,5	59,4	59,4
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	94,7%	87,2%	80,4%	74,0%	68,2%	62,8%	57,9%	53,3%	49,1%	45,2%	
PV FCF	42,3	42,1	39,9	37,7	35,6	33,7	31,8	29,8	28,8	26,9	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy				0,0%							
Wartość rezydualna (TV)				691							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				312							
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy				349							
Wartość firmy (EV)				661							
Skorygowany dług netto (koniec 2016 r.)				-78							
Inne aktywa nieoperacyjne				0							
Udziałowcy mniejszościowi				-							
Wartość firmy (mln PLN)				739							

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźniku P/E. Następnie przyjęliśmy dyskonto na poziomie 18%, co odpowiada średnim poziomom dyskonta, z jakimi Asseco Poland było handlowane w ciągu ostatnich 5 lat. Dla lat

2017, 2018 i 2019 przyjmujemy równe wagi. Wycenę na bazie wskaźnika EV/EBITDA zamieszczamy tylko w celach prezentacyjnych.

Analiza porównawcza

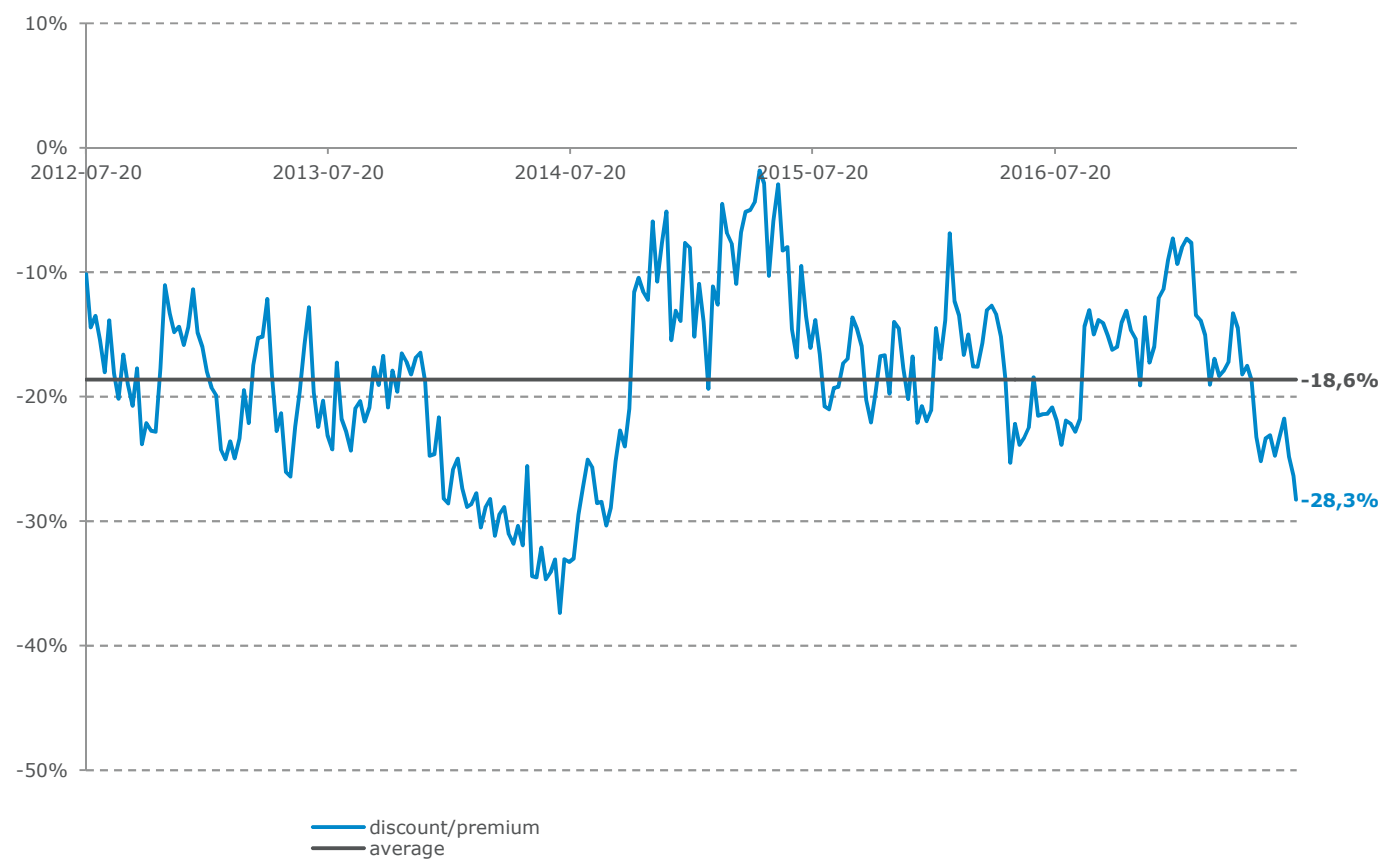
	EV/EBITDA			P/E		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
SAP AG	14,8	13,6	12,5	21,4	19,4	17,5
ORACLE CORP	11,9	10,9	10,2	19,0	16,9	15,6
CAP GEMINI	9,9	9,3	8,7	15,8	14,6	13,4
SAGE GROUP PLC/THE	15,4	13,7	12,5	21,7	19,8	18,4
ATOS	8,1	7,6	7,2	15,1	13,9	12,8
SOFTWARE AG	10,2	9,7	9,3	16,0	15,0	14,2
INDRA SISTEMAS SA	10,6	8,8	7,9	18,6	14,3	12,4
TIETO OYJ	10,7	10,0	9,7	16,8	16,1	15,3
FISERV INC	15,0	14,0	13,2	24,4	21,7	19,5
COMPUTACENTER PLC	7,7	7,6	7,4	15,4	15,1	14,8
COMARCH SA	8,7	7,8	6,9	19,9	16,3	13,7
Maksimum	15,4	14,0	13,2	24,4	21,7	19,5
Minimum	7,7	7,6	6,9	15,1	13,9	12,4
Mediana	10,6	9,7	9,3	18,6	16,1	14,8
Asseco Poland	7,2	6,5	6,3	14,4	13,9	13,6
Premia (dyskonto)	-32,6%	-32,9%	-31,5%	-22,7%	-13,8%	-7,7%
Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	90,8	91,0	88,1	61,1	54,8	51,2
Waga wskaźnika	0,0%	0,0%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Dyskonto	-18%					
Wartość firmy na akcję (PLN)	45,4					

Wskaźnik P/E blended forward 12M dla Asseco Poland



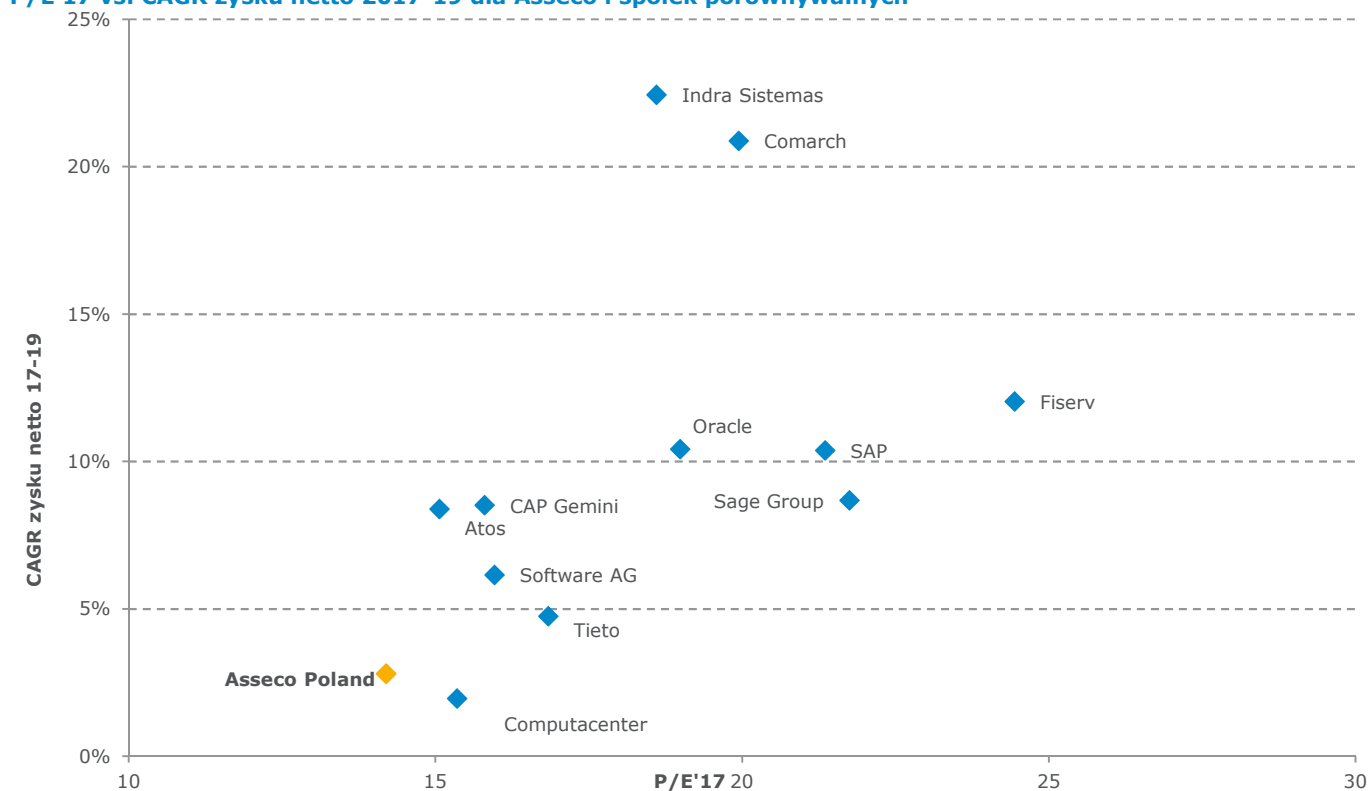
Źródło: Bloomberg

Dyskonto na wskaźnik P/E blended forward 12M: Asseco Poland vs. spółki porównywalne

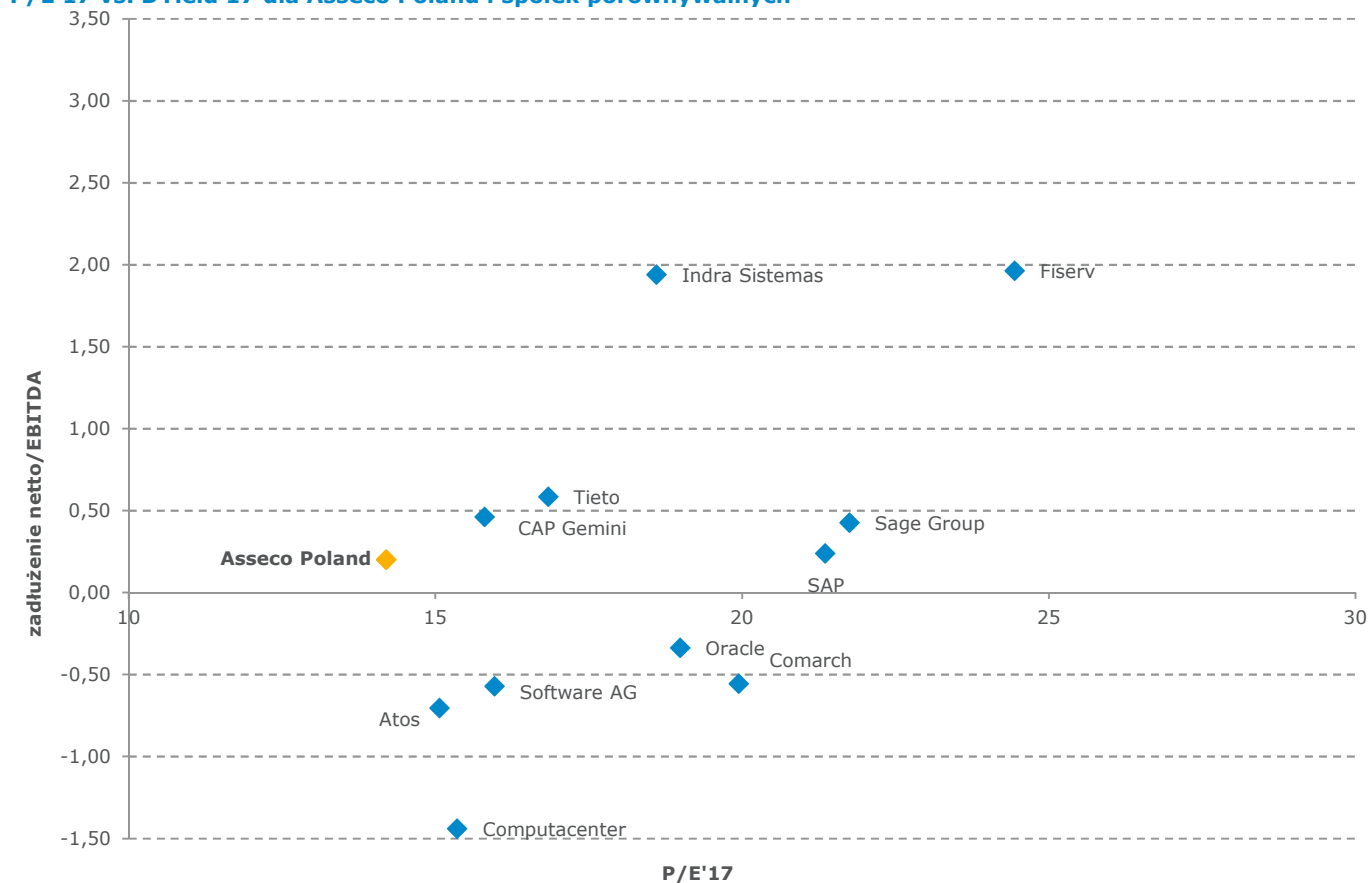


Źródło: Bloomberg

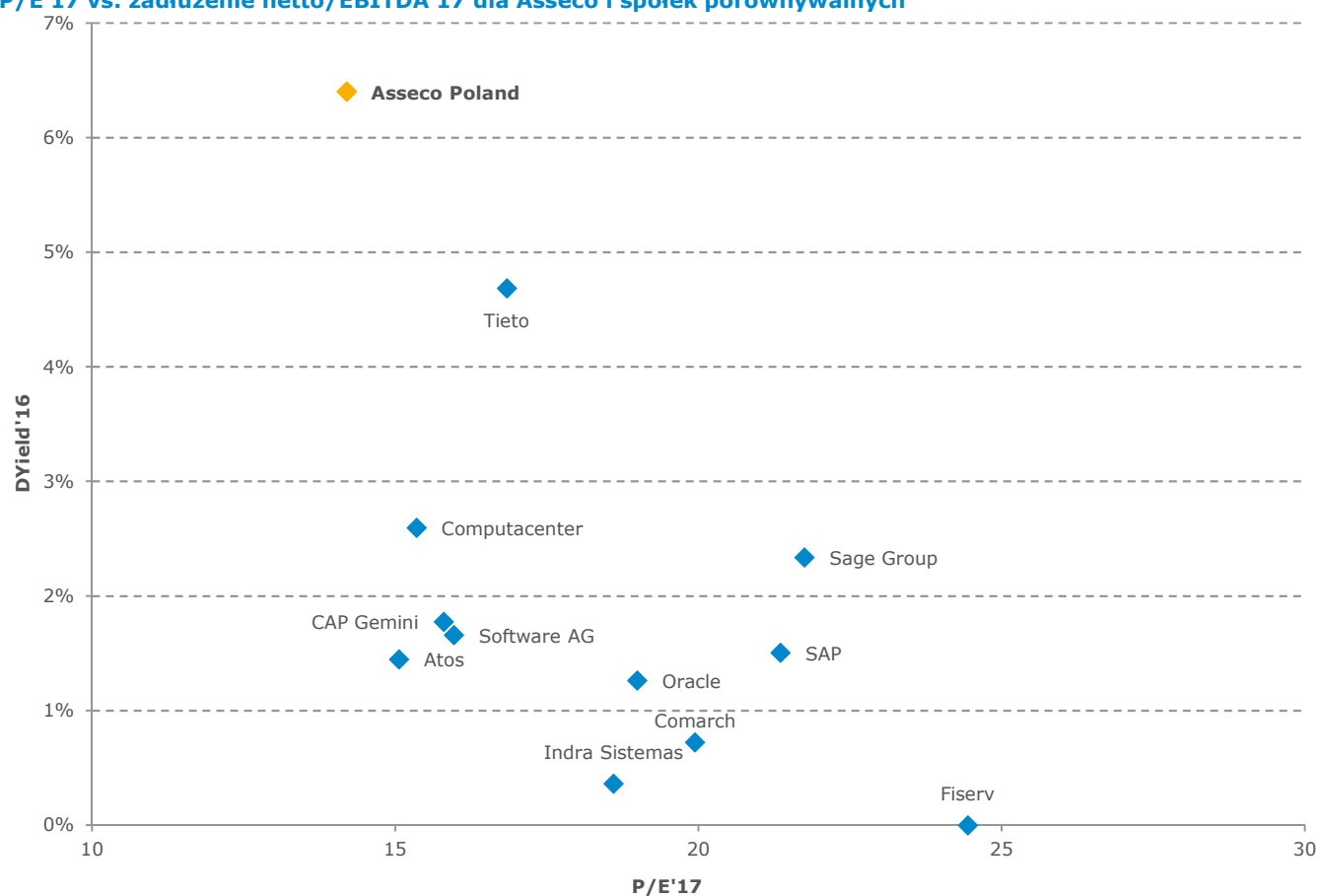
P/E'17 vs. CAGR zysku netto 2017-19 dla Asseco i spółek porównywalnych



P/E'17 vs. DYield'17 dla Asseco Poland i spółek porównywalnych



P/E'17 vs. zadłużenie netto/EBITDA'17 dla Asseco i spółek porównywalnych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rachunek wyników

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	7 256,2	7 932,0	8 576,9	8 886,3	9 150,7	9 382,9	9 581,5
zmiana		9,3%	8,1%	3,6%	3,0%	2,5%	2,1%
Koszt własny sprzedaży	-5 5507,1	-6 065,5	-6 659,1	-6 838,4	-7 041,9	-7 215,4	-7 367,6
Koszty sprzedaży	-451,5	-480,8	-533,7	-552,9	-569,4	-583,8	-596,2
Koszty ogólnego zarządu	-543,7	-620,9	-642,7	-665,8	-685,7	-703,1	-717,9
Pozostałe przychody operacyjne	38,3	61,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	-47,5	-56,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	744,7	769,4	741,4	829,1	853,8	880,6	899,8
marża	10,3%	9,7%	8,6%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%
Amortyzacja	263,0	300,1	299,6	305,0	308,6	310,9	312,0
EBITDA	1 007,7	1 060,7	1 041,0	1 134,1	1 162,4	1 191,5	1 211,7
marża	13,9%	13,4%	12,1%	12,8%	12,7%	12,7%	12,6%
Działalność finansowa	-4,6	-49,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	740,1	719,9	741,4	829,1	853,8	880,6	899,8
marża	10,2%	9,1%	8,6%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%
Podatek	-179,0	-165,8	-140,9	-157,5	-162,2	-167,3	-171,0
Zyski mniejszości	-207,6	-242,3	-328,0	-389,5	-404,0	-418,1	-428,8
Zysk netto	365,0	301,3	272,6	282,1	287,5	295,2	300,0
marża	5,0%	3,8%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0
EPS	4,40	3,63	3,28	3,40	3,46	3,56	3,61
CEPS	7,57	7,25	6,89	7,07	7,18	7,30	7,37
ROAE	3,0%	2,4%	2,1%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%
ROAA	6,8%	5,5%	4,9%	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%

Bilans

(mIn PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
AKTYWA	12 052,1	12 791,2	13 052,0	13 298,7	13 551,1	13 811,6	14 077,5
Majątek trwały	7 795,0	8 459,4	8 392,8	8 332,6	8 279,6	8 234,4	8 197,6
Rzeczowe aktywa trwałe	776,1	781,5	748,2	718,1	691,6	669,0	650,6
Nieruchomości inwestycyjne	991,6	1 124,8	1 091,5	1 061,4	1 034,9	1 012,3	993,9
Wartość firmy	28,0	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9
Pozostałe wartości niematerialne	5 554,7	5 978,5	5 978,5	5 978,5	5 978,5	5 978,5	5 978,5
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	93,3	93,7	93,7	93,7	93,7	93,7	93,7
Aktywa z tytułu odroczonego podatku doch.	245,5	257,2	257,2	257,2	257,2	257,2	257,2
Pozostałe	105,8	198,8	198,8	198,8	198,8	198,8	198,8
Majątek obrotowy	4 257,1	4 331,8	4 659,2	4 966,1	5 271,5	5 577,2	5 879,9
Zapasy	71,9	76,1	85,1	87,4	90,0	92,2	94,2
Należności handlowe oraz pozostałe należności	2 099,0	2 209,0	2 378,4	2 439,6	2 512,2	2 575,9	2 630,4
Należne przychody z tyt. kontraktów długoterm.	72,3	69,7	69,7	69,7	69,7	69,7	69,7
Pozostałe	414,2	474,4	492,8	497,5	502,8	507,3	511,3
Środki pieniężne	1 599,7	1 502,6	1 633,1	1 871,9	2 096,8	2 332,0	2 574,3
(mIn PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
PASYWA	12 052,1	12 791,2	13 052,0	13 298,7	13 551,1	13 811,6	14 077,5
Kapitał własny	5 361,8	5 505,1	5 527,9	5 560,2	5 597,9	5 643,2	5 693,4
Udziały niekontrolujące	2 981,1	3 165,5	3 306,6	3 496,3	3 683,1	3 874,4	4 069,2
Zobowiązania długoterminowe	1 324,6	1 624,7	1 624,7	1 624,7	1 624,7	1 624,7	1 624,7
Kredyty i pożyczki	741,1	837,2	837,2	837,2	837,2	837,2	837,2
Rezerwa z tyt. odroczonego podatku doch.	95,1	72,9	72,9	72,9	72,9	72,9	72,9
Zob. finansowe wyceniane wg wartości godziwej	218,7	359,3	359,3	359,3	359,3	359,3	359,3
Pozostałe zobowiązania finansowe	131,0	192,1	192,1	192,1	192,1	192,1	192,1
Inne zobowiązania	138,7	163,2	163,2	163,2	163,2	163,2	163,2
Zobowiązania krótkoterminowe	2 384,6	2 495,9	2 592,9	2 617,5	2 645,4	2 669,3	2 690,2
Zob. handlowe oraz pozostałe zobowiązania	396,5	438,8	438,8	438,8	438,8	438,8	438,8
Zob. z tytułu bieżącego podatku doch.	844,5	817,5	914,5	939,1	967,0	990,9	1 011,8
Zafakturowane przych. dot. kontraktów długoterm.	165,0	165,6	165,6	165,6	165,6	165,6	165,6
Kredyty i pożyczki	200,1	292,0	292,0	292,0	292,0	292,0	292,0
Zob. finansowe wyceniane wg wartości godziwej	252,1	260,2	260,2	260,2	260,2	260,2	260,2
Pozostałe zobowiązania finansowe	249,1	258,8	258,8	258,8	258,8	258,8	258,8
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia	277,3	263,0	263,0	263,0	263,0	263,0	263,0
Dług	1573,4	1860,3	1860,3	1860,3	1860,3	1860,3	1860,3
Dług netto	-26,3	357,7	227,2	-11,6	-236,5	-471,7	-714,0
(Dług netto / Kapitał własny)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
(Dług netto / EBITDA)	0,0	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,6
BVPS	64,6	66,3	66,6	67,0	67,4	68,0	68,6

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	846,0	883,2	800,2	933,1	947,6	977,6	1001,3
Zysk netto	572,6	543,6	600,6	671,6	691,6	713,3	728,8
Amortyzacja	263,0	300,1	299,6	305,0	308,6	310,9	312,0
Dział. finansowa	2,2	19,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	26,8	-26,0	-99,9	-43,5	-52,6	-46,7	-39,5
Pozostałe	-18,6	45,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-380,9	-483,6	-233,0	-244,8	-255,6	-265,7	-275,2
CAPEX	-191,7	-210,7	-233,0	-244,8	-255,6	-265,7	-275,2
Pozostałe	-189,2	-272,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-259,0	-487,9	-436,7	-449,6	-467,1	-476,6	-483,8
Dług	(14,5)	125,1	-	-	-	-	-
Emisja akcji	-	-	-	-	-	-	-
Dywidendy/buy-back	-376,4	-414,1	-436,7	-449,6	-467,1	-476,6	-483,8
Pozostałe	131,9	-198,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	206,1	-88,3	130,5	238,7	224,9	235,2	242,3
Środki pieniężne na koniec okresu	1599,7	1502,6	1633,1	1871,9	2096,8	2332,0	2574,3
DPS (PLN)	2,90	3,01	3,01	3,01	3,01	3,01	3,01
FCF	654,3	672,5	567,2	688,3	692,0	711,8	726,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,6%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,9%

Wskaźniki rynkowe

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
P/E	10,7	13,0	14,4	13,9	13,6	13,3	13,1
P/CE	6,2	6,5	6,9	6,7	6,6	6,5	6,4
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
FCF/EV	9,5%	9,0%	7,6%	9,3%	9,4%	9,7%	10,0%
EV/EBITDA	6,8	7,0	7,2	6,5	6,3	6,1	6,0
EV/EBIT	9,2	9,7	10,1	8,9	8,6	8,3	8,1
EV/S	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
DYield	6,1%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Cena (PLN)	47,23	47,23	47,23	47,23	47,23	47,23	47,23
Liczba akcji na koniec roku (mln)	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0
MC (mln PLN)	3 920	3 920	3 920	3 920	3 920	3 920	3 920
EV (mln PLN)	6 875	7 443	7 454	7 405	7 367	7 323	7 275

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 księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – 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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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 od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił 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.

mBank 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.

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.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku oraz animatora emitenta dla spółki Asseco Business Solutions.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 lipca 2017 o godzinie 8:29.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 lipca 2017 o godzinie 8:29.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Asseco Poland wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	redukuj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-04-27	2017-02-24	2016-12-19	2016-09-26
kurs z dnia rekomendacji	54,70	55,81	53,09	57,25
WIG w dniu rekomendacji	61 699,64	59 583,89	51 115,26	47 865,78

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Anna Łagowska
+48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 49 61
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
+48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl