

wtorek, 27 marca 2018 | aktualizacja raportu

Asseco Poland: redukuje (podtrzymana)

ACP PW; ACP.WA | IT, Polska

Czas wysokich dywidend dobiegł końca

Notowania Asseco Poland od początku roku były lepsze od szerokiego indeksu o ponad 10%. Obecnie Spółka jest notowana na $P/E'18/'19 = 15,4x/16,1x$, tj. z 8% dyskontem/5% premią do spółek porównywalnych, podczas gdy w ostatnich 7 latach wartość dyskonta wynosiła ok. 19%. Naszym zdaniem obecny poziom wyceny nie jest uzasadniony. (1) Asseco prezentuje niski profil wzrostu: CAGR zysku netto w okresie 2018-20 wynosi $-0,1\%$ vs. $+11,8\%$ średnia dla spółek porównywalnych, (2) spółka matka notuje wysokie spadki wyników (-37% zysk EBIT R/R w 2017 r.), a (3) wartość generowanego przez nią FCF istotnie obniżyła się z poziomu ok. 170 mln PLN w latach 2012-16 do ok. 70 mln PLN. Sądzimy, że (4) utrzymanie obecnego poziomu dywidendy tj. 3,01 PLN jest mało realne i obniżamy jej poziom do 2,00 PLN od 2019 r. (-27% vs. konsensus Bloomberg). Dodatkowo wskazujemy, że (5) nasze prognozy na linię netto na lata 2018-19 są odpowiednio $8,0\%/7,4\%$ niższe od oczekiwań rynku. (6) Sceptycznie podchodzimy także do Asseco International. Utworzenie podmiotu wstrzyma na jeden rok transfer dywidendy ze spółek córek (zgodnie z KSH wypłata dywidendy następuje z zysku poprzedniego roku, co uniemożliwia wypłatę w 2018 r. do Asseco Poland). Do planów IPO AI na zachodniej giełdzie podchodzimy z rezerwą. Nasze obawy są skupione wokół powodzenia procesów M&A ze środków pozyskanych w drodze możliwej emisji/sprzedaży akcji AI po niepowodzeniach z rosyjskim R-Style. Po aktualizacji prognoz, jedną akcję Asseco Poland wyceniamy na 41,20 PLN, co implikuje 9% potencjału spadkowego. Tym samym podtrzymujemy negatywną rekomendację.

Spółka matka w słabej kondycji

W 2017 r. podmiot dominujący odnotował spadek obrotów o 8,1% R/R. Nominalnie największy spadek dotknął segmentu publicznego ($-9,3\%$ R/R), jednak zwracamy także uwagę na słabość segmentu przedsiębiorstw ($-13,3\%$ R/R), wywołane niższymi zamówieniami od Orange Polska (w związku z optymalizacją zakupów IT) oraz od spółek energetycznych. W 2018 r. Asseco może stracić dużego klienta z obszaru bankowości (Deutsche Bank Polska po akwizycji przez Santander). Przy inflacji wynagrodzeń informatyków o 6-8%, EBIT spółki matki szacujemy na 103 mln PLN (-15% R/R). Utrata kontraktu na utrzymanie ZUS uderzy z kolei w wyniki 2019 r.

Cięcie dywidendy prawie pewne

Szacujemy, że spółki córki generują obecnie ok. 120 mln PLN dywidendy dla jednostki dominującej. Stąd aby utrzymać poziom 3,01 PLN/akcję (tj. 249 mln PLN), Asseco musi wygenerować ok. 130 mln PLN zysku netto. W 2017 r. powtarzalny zysk netto szacujemy na 85 mln PLN i oczekujemy spadków od 2019 r. Stąd, ze względu na (1) słabą kondycję finansową matki, (2) niższy potencjał do generacji gotówki, (3) potrzebę reinwestycji części zysku, co zbiega się z planami ekspansji do USA, i (4) niechęć do zadłużania się (spółka matka Asseco wykazywała w przeszłości dług netto/EBITDA $<1,0x$, przy dywidendzie 3,01 PLN poziom $2,0x$ zostanie przekroczony w 2021 r.) oczekujemy cięcia dywidendy od 2019 r.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	7 932,0	7 830,5	8 833,9	9 024,1	9 253,3
EBITDA	1 069,5	921,9	1 073,9	1 127,8	1 170,1
marża EBITDA	13,5%	11,8%	12,2%	12,5%	12,6%
EBIT	769,4	584,8	705,0	764,1	810,3
Zysk netto	301,3	466,6	243,7	233,0	240,8
P/E	12,5	8,0	15,4	16,1	15,6
P/CE	6,2	4,7	6,1	6,3	6,2
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
DPS	3,01	3,01	3,01	2,00	2,00
DYield	6,7%	6,7%	6,7%	4,4%	4,4%

Cena bieżąca	45,20 PLN
Cena docelowa	41,20 PLN
Kapitalizacja	3,75 mld PLN
Free float	3,49 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	13,94 mln PLN

Struktura akcjonariatu

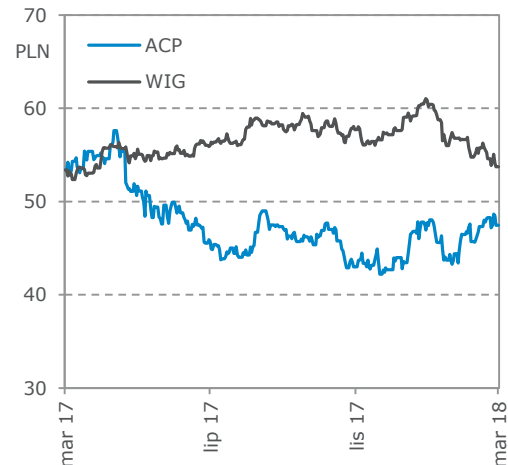
Aviva OFE	16,53%
Adam Góralski, CEO	9,74%
NN OFE	5,68%
PZU OFE	5,02%

Pozostali akcjonariusze 63,03%

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	41,20	44,00	redukuje	redukuje

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Asseco Poland	45,20	41,20	-8,8%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
Przychody	-0,5%	-0,7%	-0,7%
EBITDA	+1,8%	+4,6%	+5,0%
Zysk netto	-2,0%	-1,2%	-1,4%

Analityk:

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość 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, undertweight)** – 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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 emitenta dla podmiotu powiązanego z Asseco Poland.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla podmiotu powiązanego z Asseco Poland.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy, mBank S.A. mógł otrzymywać wynagrodzenie od podmiotu powiązanego z Asseco Poland.

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

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 27 marca 2018 o godzinie 8:39.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 marca 2018 o godzinie 8:39.

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.

Niniejsze opracowanie stanowi skróconą wersję pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

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 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	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27
cena docelowa (PLN)	44,00	44,80	44,80	44,00	44,80	48,79
kurs z dnia rekomendacji	45,62	44,47	47,00	44,54	47,23	54,70

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyński
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczynski@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

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@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