

Trzymaj, 27,20 PLN

Podtrzymana

16 marca 2020 r., 07:30

Silny backlog na niepewne czasy

Po publikacji silnych wyników za 2019 r. (bez akwizycji, przychody wzrosły o ponad 9%, a EBIT o 38% r/r) i solidnego backlogu na 2020 r. (portfel zamówień jest wyższy o ok. 20% r/r, bez akwizycji), podnosimy nasze prognozy. Spodziewamy się, że najszybciej rosnącymi segmentami będą e-commerce w Turcji, a także rozwiązania dla bankowości. Z kolei spodziewany spadek ruchu turystycznego może negatywnie przełożyć się na wyniki niezależnej sieci bankomatów MoneyGet. Oczekujemy, że grupa będzie kontynuować strategię akwizycji, ale dzięki silnemu bilansowi i solidnym wolnym środkom pieniężnym, ASEE będzie w stanie co najmniej utrzymać poziom dywidendy. Podtrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj i podnosimy cenę docelową do 27,2 PLN na akcję.

Silne wyniki w 2019 r. i solidny backlog na 2020 r.

Po publikacji bardzo dobrych wyników za 2019 r. i silnego portfela zamówień (+20% bez akwizycji), podnosimy nasze oczekiwania na kolejne lata. Zakładamy, że w 2020 r. przychody wzrosną o 12% r/r (ok. 9% bez akwizycji) i zysk operacyjny o prawie 11%. Zakontraktowane przychody powinny być bardzo silne, z drugiej strony widzimy ryzyko przesunięć/spadku pozyskiwania nowych kontraktów w tym roku, a potencjalny spadek ruchu turystycznego w sezonie wakacyjnym na Bałkanach może negatywnie przełożyć na wyniki niezależnej sieci bankomatów MoneyGet.

Strategia konsolidacji

W 2019 r. Asseco SEE dokonało wielu akwizycji m.in.: Necomplus (w Hiszpanii, Portugalii i krajach Ameryki Łacińskiej); Sonet (w Czechach i na Słowacji), Mobven w Turcji. Spodziewamy się, że dzięki tym przejęciom spółka będzie mogła rozwinąć się na nowych rynkach (tj. Europa Środkowo-Wschodnia, Ameryka Łacińska). Szacujemy, że nowo przejęte spółki wygenerują w 2020 r. ok. 2,3 mln EUR zysku operacyjnego.

Silny bilans i FCF = akwizycje + dywidenda

Spółka zamierza kontynuować strategię konsolidacji rynków na których działa, zwłaszcza w obszarze płatności. Szacujemy, że będzie generować stosunkowo wysokie wolne przepływy pieniężne (ok. 6-10% kapitalizacji). W naszej opinii, dzięki silnemu bilansowi (ok. 26 mln PLN gotówki netto na koniec 2019), spółka będzie w stanie jednocześnie prowadzić akwizycje i wypłacać dywidendę (zakładamy stopę dywidendy 3-5%).

mln PLN	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	670	881	987	1 028	1 067
EBITDA	120	176	188	197	205
EBIT	74	110	122	130	137
Zysk netto	65	90	99	105	112
P/E	9,5	10,0	13,2	12,3	11,6
P/BV	0,8	1,1	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	4,0	7,3	6,8	6,2	5,7
EPS	1,26	1,73	1,90	2,03	2,15
DPS	0,52	0,74	0,86	0,91	1,07
FCF	-	88	100	107	113
CAPEX	-40	-56	-52	-52	-52

P - Prognozy DM PKO BP

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	25,00
Upside	9%
Liczba akcji (mn)	51,89
Kapitalizacja (mln PLN)	1 297,36
Free float	49%
Free float (mln PLN)	634
Free float (mln USD)	160
EV (mln PLN)	1 273,08
Dług netto (mln PLN)	-54,84

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	2,9%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Asseco International	51,10
Aviva OFE	18,20
Aviva TFI	5,00
ASEE managers	4,30

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	20-11-19 25,00
Kupuj	19-07-19 20,50

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-35,4%	-10,7%
3 miesiące	-33,3%	2,5%
6 miesięcy	-37,9%	26,9%
12 miesięcy	-40,6%	92,3%
Min 52 tyg. PLN		13,00
Max 52 tyg. PLN		29,80
Średni dzienny obrót mln PLN		0,31

Analityk	
Małgorzata Żelazko, CFA	
+48 22 521 52 04	
malgorzata.zelazko@pkobp.pl	

Adres:	
BM PKO BP	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

Czynniki ryzyka

- Negatywny wpływ epidemii koronawirus na pozyskiwanie nowych kontraktów
- Sytuacja makroekonomiczna i polityczna w regionie Europy Południowo-Wschodniej
- Spadek poziomu inwestycji w IT przez instytucje finansowe
- Wzrost poziomu konkurencji na rynku IT w regionie Europy Południowo-Wschodniej
- Presja płacowa na rynku specjalistów IT
- Wzrost udziału płatności bezgotówkowych i spadek popytu na bankomaty.
- Ryzyko walutowe związane z prowadzeniem działalności na wielu rynkach (głównie Europa Południowo-Wschodnia, Turcja)

Wycena

Nasza wycena opiera się na modelu DCF.

Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej (2020P-2024P) prognozujemy wszystkie kluczowe parametry wpływające na wartość spółki. W fazie drugiej zakładamy wzrost równy 1,5%.

Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka dla PLN jest przyjęta na poziomie 2,7%, co odzwierciedla rentowność 10 letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1x, co uwzględnia silną strukturę kapitałową spółki. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 8%, co związane jest ze stosunkowo wyższym ryzykiem krajów, na których działa spółka (przede wszystkim region Europy Południowo-Wschodniej i Turcja). Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2019 r., dodajemy gotówkę netto (bez uwzględnienia leasingów) i odejmujemy zobowiązania związane z przejściami (opcje put i warunkowe płatności za pakiet kontrolny akcji).

Główne założenia do wyceny:

- Szacujemy dwucyfrową dynamikę wzrostu przychodów z e-commerce. Jednocześnie spodziewamy się średniego jednocyfrowego wzrostu przychodów z rozwiązań dla bankowości i terminali płatniczych POS. Dla linii bankomatowej spodziewamy się niskiego jednocyfrowego wzrostu.
- Zakładamy wzrost kosztów pracy w najbliższych latach na poziomie 6-8% rocznie, co związane jest ze stosunkowo wysokim wzrostem płac specjalistów IT.
- Zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 18%, co uwzględnia stawki CIT w krajach działalności oraz podatek od dystrybucji dywidend spoza UE.
- Przyjęliśmy kurs EUR/PLN na poziomie 4,3.
- W związku z ekspozycją spółki na rozwijające się kraje Europy Południowo Wschodniej, przyjmujemy premię za ryzyko rynkowe (equity risk premium) na poziomie 8%.
- Nasza wycena jest przed-IFRS 16: oznacza to, że koszty leasingów obciążają FCFF, a dług netto uwzględnia zobowiązań leasingowych.

Model DCF						
mln PLN	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2024P<
EBIT	121,8	130,0	137,0	143,4	150,0	151,5
Stopa podatkowa	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
NOPLAT	99,9	106,6	112,3	117,6	123,0	124,3
CAPEX	-51,9	-52,1	-52,3	-52,4	-52,5	-53,0
Amortyzacja (bez amortyzacji praw do użytkowania)	49,4	50,0	50,6	51,1	51,5	53,0
Zmiany w kapitale obrotowym	-8,8	-4,1	-4,0	-3,1	-2,7	-2,1
FCFF	88,5	100,4	106,7	113,3	119,3	122,2
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	
Współczynnik dyskonta	0,90	0,82	0,74	0,67	0,60	
DFCF	79,9	81,9	78,7	75,4	71,7	
Wzrost w fazie II	1,5%					
Suma DFCF - Faza I	387,7					
Suma DFCF - Faza II	798,9					
Wartość Firmy (EV)	1 186,6					
Dług netto (bez leasingów)	-91,4					
Kapitały mniejszości	30,6					
Wartość godziwa	1 247,4					
Liczba akcji (mln szt.)	51,9					
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	24,0					
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	27,2					
Cena bieżąca	25,00					
Oczekiwana stopa zwrotu	8,6%					

Źródło: prognozy BM PKO BP

WACC						
	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2024P<
Stopa wolna od ryzyka	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Premia rynkowa	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia za ryzyko długu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Koszt długu	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Waga kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Waga długu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%

Źródło: prognozy BM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	9,7%	27,2	28,2	29,3	30,5	32,0
	10,2%	26,3	27,2	28,2	29,3	30,5
	10,7%	25,5	26,3	27,2	28,2	29,3
	11,2%	24,7	25,5	26,3	27,2	28,2
	11,7%	24,1	24,7	25,5	26,3	27,2

Źródło: BM PKO BP

Analiza porównawcza

Asseco SEE jest notowane z 20-40% dyskontem w stosunku do spółek porównywalnych, zarówno z sektora producentów oprogramowania, jak i z sektora płatności. W naszej opinii, pewne dyskonto jest uzasadnione z powodu wyższego poziomu ryzyka w krajach, na których działa grupa (głównie Bałkany).

Wskaźniki spółek porównywalnych

Spółka	Kraj	Stopa dywidendy			P/E			EV/EBITDA		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Oprogramowanie:										
Asseco Poland	Polska	5,3%	5,4%	5,6%	15,0	13,3	12,7	9,6	8,9	8,4
Comarch	Polska	0,9%	0,9%	3,8%	14,1	12,8	12,3	6,3	5,6	5,2
Asseco Business Solutions	Polska	6,4%	7,7%	8,5%	13,2	12,3	11,8	8,6	8,1	7,8
Microsoft	USA	1,3%	1,4%	1,5%	30,3	24,6	22,1	18,7	15,4	13,9
SAP	Niemcy	1,6%	1,8%	2,0%	19,3	17,4	15,6	13,2	13,2	11,8
Oracle	USA	2,1%	2,4%	2,5%	11,6	10,3	9,5	8,4	8,3	8,1
Capgemini	Francja	2,4%			11,9	10,8	9,7	6,5	6,1	5,7
Adobe Systems	USA	0,0%	0,0%	0,0%	36,5	29,0	25,1	27,3	22,7	19,2
Atos	Francja	3,0%	3,2%	3,4%	6,5	6,3	5,9	5,8	5,7	5,4
Guidewire Software	USA	0,0%	0,0%	0,0%	55,5	89,8	70,7	43,9	58,2	37,4
Infosys	Indie	3,8%	3,6%	4,2%	17,6	16,5	14,9	12,2	11,4	10,2
PTC	USA	0,0%	0,0%		31,9	23,3	18,6	19,7	17,3	14,9
Constellation Software	Kanada	2,7%	0,4%	0,4%	31,0	24,9	20,9	21,3	17,5	14,8
Sage Group	UK	2,9%	2,9%	3,0%	20,1	20,2	18,6	13,8	13,8	12,9
Intuit	USA	0,8%	0,9%	0,9%	35,6	31,4	27,9	24,2	21,7	19,1
Reply	Włochy	0,9%	1,0%	1,0%	18,3	16,6	15,3	10,6	9,7	9,0
Sopra Steria Group	Francja	1,9%	2,4%	2,9%	11,5	9,8	8,4	6,7	6,4	5,5
NNIT	Dania	4,4%	3,2%	3,6%	10,7	12,3	11,4	5,1	5,6	5,2
Softcat	UK	2,3%	2,9%	3,1%	28,7	26,3	24,2	21,9	20,1	18,6
Fiserv	USA	0,0%	0,0%	0,0%	23,7	19,1	16,2	20,5	14,3	13,0
MEDIANA (oprogramowanie)		2,0%	1,8%	2,7%	18,8	17,0	15,5	12,7	12,3	11,0
Płatności:										
Euronet Worldwide	USA	0,0%	0,0%	0,0%	12,2	11,1	9,5	7,0	6,3	5,5
FIS	UK	1,2%	1,2%	1,4%	21,4	18,8	16,1	21,9	15,3	14,2
Ingenico	Francja	1,3%	1,4%	1,6%	21,3	19,4	17,6	14,2	13,1	12,0
Wirecard	Niemcy	0,3%	0,3%	0,5%	22,2	16,6	12,7	12,7	9,5	7,4
MEDIANA (płatności)		0,7%	0,8%	0,9%	21,4	17,7	14,4	13,5	11,3	9,7
Asseco South Eastern Europe	Polska	2,9%	3,4%	3,7%	14,4	13,2	12,3	7,4	6,8	6,2
<i>dyskontodo producentów oprogramowania</i>					23%	22%	20%	42%	45%	44%
<i>dyskonto do spółek z sektora płatności</i>					33%	26%	14%	45%	40%	36%

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	487	571	571	670	881	987	1 028	1 067	1 101
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-362	-434	-427	-509	-667	-729	-763	-796	-827
Zysk brutto ze sprzedaży	125	136	144	161	215	257	264	271	275
EBITDA	83	94	106	120	176	188	197	205	212
Koszty sprzedaży	-37	-38	-35	-47	-53	-59	-62	-64	-66
Koszty ogólnego zarządu	-36	-42	-43	-39	-54	-60	-63	-65	-67
Pozostałe przychody operacyjne	3	2	1	2	4	0	0	0	0
Pozostałe koszty operacyjne	-2	-1	-2	-2	-2	0	0	0	0
Zysk z działalności operacyjnej	53	57	66	74	110	122	130	137	143
Zysk z udziałów w jednostkach podporządkowanych	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	54	61	67	78	110	122	131	138	145
Podatek dochodowy	-10	-9	-12	-13	-19	-22	-23	-25	-26
Zyski (straty) mniejszości	0	0	0	0	1	1	2	2	2
Zysk (strata) netto	44	52	55	65	90	99	105	112	117
Bilans	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa Trwałe	614	643	631	628	781	784	786	788	789
Wartości niematerialne i prawne	522	536	493	492	554	556	557	558	559
Rzeczowe aktywa trwałe	86	102	132	129	212	213	213	214	214
Inwestycje	0	0	0	1	5	5	5	5	5
Pozostałe aktywa długoterminowe	5	5	5	6	11	11	11	11	11
Aktywa Obrotowe	235	304	288	362	468	426	494	555	622
Zapasy	16	23	25	17	37	41	43	44	46
Należności	104	143	136	161	199	214	222	230	236
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	12	14	10	15	32	32	32	32	32
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	104	123	117	169	200	139	197	248	308
Aktywa razem	849	946	918	990	1 250	1 211	1 280	1 342	1 411
Kapitał Własny	688	732	719	765	800	861	922	986	1 047
Kapitały mniejszości	0	2	2	2	2	2	2	2	2
Zobowiązania	161	214	199	224	450	350	358	357	364
Zobowiązania długoterminowe	29	29	29	22	124	57	58	54	55
Kredyty i pożyczki	27	25	24	18	91	44	46	42	43
Pozostałe rezerwy	3	5	6	4	33	13	12	12	12
Zobowiązania krótkoterminowe	131	185	170	202	326	293	301	303	309
Kredyty i pożyczki	21	24	24	32	83	40	42	38	39
Pozostałe rezerwy	45	62	32	36	50	50	50	50	50
Zobowiązania handlowe i pozostałe	65	95	82	102	138	149	154	160	165
Pasywa razem	849	946	918	990	1 250	1 211	1 280	1 342	1 411
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	75	88	94	121	159	156	169	175	183
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-42	-38	-65	-43	-103	-72	-53	-52	-52
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-20	-30	-24	-28	-25	-145	-58	-72	-70
Wskaźniki (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
ROE	6,4%	7,3%	7,6%	8,8%	11,5%	11,9%	11,8%	11,7%	11,5%
Dług netto	-53,0	-71,0	-68,2	-114,9	-26,4	-54,8	-109,2	-167,7	-224,9

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Artur Iwański (Zastępca Dyrektora Biura Maklerskiego) (022) 521 79 31 artur.iwanski@pkobp.pl

Biuro Analiz Rynkowych

Tomasz Kasowicz	(dyrektor BAR, sektor paliwowy, sektor chemiczny)	(022) 521 79 41	tomasz.kasowicz@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Dawid Górczyński	(sektor farmaceutyczny, spożywczy i rolniczy)	(022) 521 97 69	dawid.gorczynski@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(gaming, przemysł)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(sektor wydobywczy i energetyka)	(022) 521 79 03	andrzej.rembelski@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68	alicia.zaniewska@pkobp.pl
Piotr Zybala	(sektor budowlany, sektor deweloperski)	(022) 521 53 91	piotr.zybala@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(022) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego i Analiz Technicznych

Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluza@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Michał Sergejev	(head of sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(sales)	(022) 521 91 40	piotr.dedecjus@pkobp.pl
Szymon Kubka	(sales)	(022) 521 82 10	szymon.kubka@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzenie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez BM PKO BP.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

BM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinię zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody BM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzone rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy Klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwane zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że BM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnia wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez BM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 12 ostatnich miesięcy BM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	30 (39%)
Trzymaj	37 (48%)
Sprzedaj	10 (13%)

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Xyz

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że BM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Asseco SEE.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ileokroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy zamieszczony jest w treści przekazywanego klientom materiału zatytułowanego „CEE Equity Daily”.