

Asseco CE

(tłumaczenie)

25 sierpnia 2010

IT

Kurs 23,20 PLN *

Kupuj

Polska/Słowacja

Wycena 27,00 PLN

(podtrzymanie)

Stopa zwrotu	1m	3m	12m
Absolutna	+6%	+3%	-11%
Relatywna do WIG20	+9%	-1%	-15%
Max/ min. (12-mies.)	28,70/ 20,00 PLN		

Reuters	ACSK.WA
Bloomberg	ACS PW
Kapitalizacja (mln EUR)	124
Następne wydarzenie w spółce:	
5 listopada - publikacja wyników za 3Q10	
EUR/PLN	4,00

Skons. (mln EUR)	2009	2010P	2011P	20121P
Sprzedaż	137,3	142,8	152,8	165,0
EBITDA	17,2	21,4	25,7	28,6
EBIT	11,2	15,2	18,5	19,6
Zysk netto	10,8	8,0	13,7	14,5
EPS (PLN)	2,2	1,5	2,4	2,5
C/Z (x)	11,5	15,5	9,0	8,5
Dywid. na akcję (PLN)	0,8	0,9	0,6	1,2
Stopa dywidendy	3,5%	3,8%	2,6%	5,2%
EV/EBITDA (x)	7,0	5,6	4,7	4,2

* Źródło: Asseco CE, KBC

kurs zamknięcia z 23/08/2010

Po uwzględnieniu słabszych perspektyw makroekonomicznych w Czechach i na Słowacji oraz jednorazowych kosztów sprzedaży austriackiej spółki Uniquare, obniżyliśmy prognozę całorocznego zysku netto w br. o 36% do 8,0 mln EUR. Oczekujemy poprawy wyników Asseco CE w 2011-2012 roku pod wpływem poprawy sytuacji makroekonomicznej, oczekiwanego zwiększenia nakładów publicznych przez nowe rządy Słowacji i Czech oraz całorocznego udziału węgierskich spółek zależnych. W efekcie prognozujemy w latach 2010-2012 składaną roczną stopę wzrostu zysku netto spółki na 34%. Nasza wycena walorów spółki spadła o 10% do 27,00 zł na akcję, co implikuje 16% potencjału wzrostu. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla walorów Asseco CE.

Rekomendacja Kupuj podtrzymana

- **Mieszane wyniki za II kwartał.** Zysk operacyjny spółki za I poł. br. wyniósł 6,3 mln EUR (+9% r/r), 67% powyżej konsensusu. Jest to efekt zakwalifikowania strat Uniquare do kategorii „działalność zaniechana”, a także wysokiej marży zysku brutto na sprzedaży. W następstwie jednorazowych obciążeń związanych ze sprzedażą Uniquare wynik netto za I połowę br. był niższy od konsensusu o 28%.
- **Poprawa w 2011.** Przychody Asseco CE gwarantuje wypełniony portfel zamówień na 2010 rok (89% wartości ubiegłorocznego), jednak oczekujemy odbicia przychodów dopiero w 2011 roku, kiedy to wzrost sektora opieki zdrowotnej i intensyfikacja publicznych przetargów będą stymulować poprawę zysków. Prognozujemy 4% i 7% r/r wzrost przychodów grupy odpowiednio w 2010 i 2011 roku, natomiast zysk netto, po 25% spadku w br. pod wpływem jednorazowych obciążeń dotyczących sprzedaży Uniquare oraz niższych nakładów na IT, powinien w 2011 roku wzrosnąć o 75%.
- **Bez Uniquare.** Po nieudanej restrukturyzacji Asseco CE ostatecznie sprzedało udział w austriackim Uniquare po historycznej cenie nabycia. Spółka zatrzymała prawa do oprogramowania Uniquare i sądzymy, że może to mieć pozytywny wpływ na przychody grupy w nadchodzących latach.
- **Nowe przejęcia w 2011.** Na początku br. Asseco CE przejęło 2 węgierskie spółki IT i jest mało prawdopodobne, aby w br. nastąpiły dodatkowe przejęcia. Spółka rozważa przejęcie 1-2 spółek czeskich i słowackich. Oczekujemy, że udział dotychczas przejętych podmiotów węgierskich w zysku operacyjnym w 2011 roku wyniesie 1,8 mln EUR (lub 10%).
- **Kooperacja w grupie kwitnie.** Asseco CE wydaje się przodować pod względem kooperacji z innymi spółkami grupy Asseco. Projekty współpracy obejmują potencjalną dystrybucję oprogramowania ERP Asseco CE przez Asseco DACH, co może podwyższyć marże spółek zależnych Asseco CE produkujących to oprogramowanie.

Leszek Iwaszko, CFA

+48 22 581 08 08

leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl

Piotr Janik

+48 22 581 09 19

piotr.janik@kbcsecurities.pl

- **Dyskonto.** Obecnie spółka jest notowana przy 9,0x C/Z na 2011P, z 20% dyskontem w stosunku do spółki-matki Asseco. Naszym zdaniem, dyskonto jest uzasadnione zważywszy na płynność spółki, jednak obecny jego poziom jest zbyt wysoki biorąc pod uwagę oczekiwane odbicie zysków Asseco CE w nadchodzących latach.

Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

EBITDA = EBIT + amortyzacja

EPS = zysk netto/ liczba akcji

DPS = dywidenda na akcję

BVPS = wartość księgowa/ liczba akcji

Marża EBITDA = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży

Marża zysku operacyjnego = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży

CFPS = Cash flow/ liczba akcji

Dług netto = zadłużenie odsetkowe – gotówka

ROE = zysk netto/ średni kapitał własny

EV = kapitalizacja rynkowa + Dług netto

P/E = kurs rynkowy/ EPS

P/CF = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)

P/BV = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa

P/S = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży

Stopa dywidendy = DPS/ kurs rynkowy *100%

Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

System rekomendacji

Kupuj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,

Trzymaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,

Sprzedaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendacje w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

Rekomendacje dla spółki Asseco wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Asseco CE	30.00	23.70	Kupuj	6 stycznia 2010
Asseco CE	27.00	23.20	Kupuj	25 sierpnia 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 46 rekomendacji inwestycyjnych:

22 Kupuj	48%
19 Trzymaj	41%
5 Sprzedaj	11%

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
Banki	Marta Czajkowska-Bałdyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>
Paliwa, Farmaceutyki	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
Telekomunikacja, Media,	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
IT	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
Handel Detaliczny	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
Przemysł, Metale	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
Nieruchomości,	Lucian Albulescu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</i>
Budownictwo	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bermatek@kbcsecurities.pl</i>
Koordynator	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>

Tłumacz	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>
----------------	--------------	------------------	--------------------------------------

Departament Sprzedaży Detalicznej

	Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
--	------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.

Copyright: © 2010 KBC Securities