

Rekomendacje

		Kurs	Kapitalizacja rynkowa*	C/Z* (x)		EV/EBITDA (x)		Wycena	Potencjał wzrostu
		(PLN)	(mln EUR)	2010P	2011P	2010P	2011P	(PLN)	(%)
Asseco Poland	Kupuj (podtrzymana)	63.15	1,059	11.3	10.9	7.1	6.2	76.00	20.3
Asseco Slovakia	Kupuj (podtrzymana)	23.70	124	9.9	8.9	5.5	5.0	30.00	26.6
Comarch	Trzymaj (podwyższona)	95.00	186	18.2	14.8	8.9	7.0	95.00	0.0
Comp Safe Support	Kupuj (podtrzymana)	67.35	79	11.6	10.2	7.5	6.3	75.00	11.4
Sygnity	Sprzedaj (podtrzymana)	14.35	42	-	-	8.8	5.5	12.00	-16.4

Źródło: KBC Securities, Bloomberg

Kurs zamknięcia z 04/01/2010

Jesteśmy nastawieni pozytywnie do polskich spółek IT i w 2010 roku zalecamy przeważenie sektora w stosunku do indeksu WIG. Oczekujemy, że wszystkie spółki IT, które pokrywamy, skorzystają na oczekiwanym ożywieniu nakładów na IT i wygenerują wzrost wyniku netto w br. Podwyższyliśmy prognozy zysku netto dla spółek sektora IT średnio o 6,5-10,6% w latach 2010-2011. Wśród spółek, które pokrywamy, preferujemy Asseco biorąc pod uwagę dywersyfikację przychodów, stopień zapełnienia portfela zamówień i ekspozycję na ożywienie rynków IT w krajach Europy Środkowo-Wschodniej i Południowo-Wschodniej. Dostrzegamy największy potencjał wzrostu w Asseco Slovakia (27%), która jest notowana z 20% dyskontem w stosunku do sektora. Negatywnie jesteśmy nastawieni do Sygnity, dla której prognozujemy stratę netto w latach 2009-2011.

Podsumowanie rekomendacji

- **Perspektywy dobrych wyników w 2010.** W br. marże operacyjne spółek IT w Polsce powinny znacząco wzrosnąć. Wyższy popyt na rozwiązania informatyczne powinien stymulować przychody, a efekty restrukturyzacji kosztów wprowadzonej w 2009 roku powinny być widoczne. W rezultacie oczekujemy poprawy na poziomie wyniku netto w przypadku wszystkich spółek IT, które pokrywamy.
- **Nieźle wyniki w IV kwartale, ale spadek r/r.** Wyniki za IV kw. br. powinny być stosunkowo dobre, chociaż wpływ sezonowości nie będzie aż tak duży jak w 2008 roku. Wszystkie pokrywane przez nas spółki powinny zanotować zysk netto, mimo że marże prawdopodobnie będą niższe w ujęciu rok-do roku z uwagi na cięcia w nakładach na IT.
- **Preferujemy Asseco Poland.** Asseco okazało się odporne na wpływ kryzysu ze względu na silną pozycję na rynku, dywersyfikację przychodów i skuteczną kontrolę kosztów. Uważamy, że spółka jest w dobrej pozycji, aby stać się beneficjentem oczekiwanego ożywienia na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej i Południowo-Wschodniej. Notowana przy 11,3x C/Z na 2011P spółka ma nieuzasadnione 11% dyskonto w stosunku do średniej sektora, a dyskonto w stosunku zachodnich spółek wynosi 25%.
- **Emisja akcji Asseco.** W I kw. 2010 roku Asseco planuje podwyższenie kapitału w formie emisji 3,1 mln nowych akcji z prawem poboru. Podobna liczba akcji własnych zostanie umorzona. Środki pozyskane w emisji (około 200 mln zł po bieżącym kursie) zostaną wykorzystane na sfinansowanie planowanych przejęć. Nie uwzględniliśmy emisji w naszych prognozach z uwagi na brak informacji o potencjalnych obiektach przejęć.
- **Kupuj Asseco Slovakia.** Zakładamy w latach 2009-2011 23% składaną roczną stopę wzrostu (CAGR) zysku na akcję (EPS) dla Asseco Slovakia, pod wpływem i) oczekiwanego ożywienia nakładów na IT na Słowacji i w Czechach, ii) skutecznej kontroli kosztów, iii) przejęcia na Węgrzech oraz iv) poprawy wyników dotychczas przynoszącej straty austriackiej spółki Uniquare. Notowana przy 8,9x C/Z AS jest najtańszym walorem wśród spółek IT, które pokrywamy, i ma wyjątkowo wysokie 20% dyskonto.

Leszek Iwaszko, CFA

+48 22 581 08 08

leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl

Piotr Janik

+48 22 581 09 19

piotr.janik@kbcsecurities.pl

- **Sprzedaj Sygnity.** Uważamy, że 2010 rok będzie trudny dla spółki. Mimo postępującej optymalizacji kosztów, zarząd musi rozwiązać problem niskich przychodów. Nawet po uwzględnieniu w naszym modelu nowego programu restrukturyzacyjnego, oczekujemy, że dopiero w 2012 roku spółka osiągnie próg rentowności na poziomie wyniku netto.
- **Dobre wieści w cenie Comarchu.** Podwyższyliśmy prognozę zysku netto dla spółki na 2010 i 2011 rok odpowiednio o 65,7% i 32,2%, uwzględniając restrukturyzację SoftM i dobre wyniki spółki-matki. Jednakże uważamy, że, po ostatnich wzrostach kursu akcji, notowany obecnie przy 14,8x C/Z na 2011P Comarch jest wyceniony właściwie.

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 rekomendację 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 wydane dla Asseco Poland

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Asseco	59.7	43.4	Kupuj	9 lutego 2009
Asseco	59.5	54.0	Kupuj	6 maja 2009
Asseco	61.9	55.0	Kupuj	16 lipca 2009
Asseco	70.0	62.7	Kupuj	15 września 2009
Asseco	76.0	63.2	Kupuj	6 stycznia 2010

Rekomendacje wydane dla Asseco Slovakia

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Asseco Slovakia	30.6	17.5	Kupuj	9 lutego 2009
Asseco Slovakia	25.3	22.6	Kupuj	6 maja 2009
Asseco Slovakia	30.0	23.7	Kupuj	6 stycznia 2010

Rekomendacje wydane dla Comarchu

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Comarch	52.1	48.4	Trzymaj	9 lutego 2009
Comarch	53.6	57.4	Trzymaj	30 marca 2009
Comarch	53.5	71.4	Sprzedaj	14 kwietnia 2009
Comarch	50.0	70.4	Sprzedaj	6 maja 2009
Comarch	48.1	63.0	Sprzedaj	4 sierpnia 2009
Comarch	95.0	95.0	Trzymaj	6 stycznia 2010

Rekomendacje wydane dla Compu

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Comp	57.5	42.5	Kupuj	9 lutego 2009
Comp	62.3	53.0	Kupuj	6 maja 2009
Comp	75.0	67.35	Kupuj	6 stycznia 2010

Rekomendacje wydane dla Sygnity

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Sygnity	21.5	20.0	Trzymaj	9 lutego 2009
Sygnity	18.0	17.4	Trzymaj	25 marca 2009
Sygnity	15.9	21.8	Sprzedaj	6 maja 2009
Sygnity	14.4	16.3	Sprzedaj	17 sierpnia 2009
Sygnity	12.0	14.4	Sprzedaj	6 stycznia 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 41 rekomendacji inwestycyjnych:

20 KUPUJ	49%
11 TRZYMAJ	27%
10 SPRZEDAJ	24%

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
Banki	Marta Czajkowska-Baldyga	+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, IT	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
	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 Albuлесcu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albuлесcu@kbcsecurities.ro</i>
	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>

Makroekonomia

Zsolt Papp	+44 20 7614 6667	<i>zsolt.papp@kbcfp.com</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

www.kbcsecurities.com

Brussels
+32 2 417 44 04

London
+44 20 7283 9666

New York
+1 212 845 22 89

Paris
+33 1 53 05 35 55