



Dom Maklerski BDM S.A.

ASSECO BUSINESS SOLUTIONS

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ (RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 24,6 PLN

20 GRUDNIA 2016 12:06 CEST

Decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji dla Asseco Business Solutions od zalecenia Akumuluj z ceną docelową 24,6 PLN. Dotychczasowe wyniki spółki są dla nas budujące, ponadto brak ekspozycji na sektor administracji publicznej pozwala spółce w pełni korzystać z dobrej koniunktury na rynku komercyjnym. W przyszłym roku liczymy na większy popyt ze strony małych podmiotów, co ma związek z wprowadzeniem jednolitego pliku kontrolnego także w obszarze mniejszych firm. Pozytywnie oceniamy budowę centrum kompetencyjnego w zakresie ERP w ramach grupy Asseco, którego jednym z głównych filarów będzie właśnie Asseco BS, które w dłuższym terminie może skorzystać z synergii sprzedażowych, co naszym zdaniem pozytywnie wpłynie na zagraniczną ekspansję spółki.

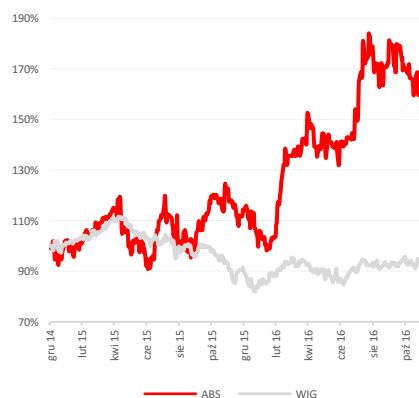
Na dotychczasowe dobre wyniki Asseco Business Solutions miało wpływ wprowadzenie jednolitego pliku kontrolnego dla dużych podmiotów. Ponadto w zadowalającym tempie rosła sprzedaż na rynkach zagranicznych (+61% r/r w okresie 1-3Q'16). Oczekujemy, że kolejne okresy zaowocują dalszym zwiększaniem skali działalności poza granicami naszego kraju. Prognozujemy, że w 4Q'16 spółka w dalszym ciągu będzie odczuwała pozytywne efekty wprowadzenia jednolitego pliku kontrolnego dla dużych podmiotów. W efekcie powinno to skutkować 13% wzrostem przychodów oraz 12,4% poprawą EBITDA. Także cały 2016 rok powinien wyglądać imponująco z przychodami większymi o 12% r/r i o 19,7% lepszym EBITDA. Zwracamy uwagę na znaczny wzrost rentowności będący pochodną dwóch czynników. Pierwszym jest udane wygaszenie mało rentownych kontraktów oraz linii biznesowych. Asseco BS pomaga również model biznesowy, który opiera się na jednolitym produkcie, przez co wzrost skali działalności w ograniczonym stopniu wpływa na koszty działalności.

Kolejne okresy także powinny upłynąć pod znakiem rosnącej skali biznesu. Asseco BS spore nadzieje wiąże z rynkami zagranicznymi, gdzie kluczowe mogą okazać się referencje zdobyte dzięki wdrożeniom realizowanym między innymi dla Bacardii. Dotychczas przynosiło to owoce w postaci mniejszych kontraktów, które skutkują kilkudziesięcioprocentowym wzrostem przychodów na rynkach zagranicznych. Oczekujemy, że intensywne działania sprzedażowe poskutkują w przyszłości także zdobyciem większych zleceń, dlatego uważamy że 2017 rok także upłynie pod znakiem mocnego dwucyfrowego wzrostu sprzedaży zagranicą. W dłuższym terminie sprzedaż zagraniczna powinna być wspierana przez budowę w ramach grupy Asseco podmiotu, który ma być centrum kompetencyjnym w zakresie systemów. ERP Spodziewamy się także utrzymania pozytywnych trendów na krajowym rynku ERP, gdzie zakładamy w całym 2017 roku 5% wzrost sprzedaży. Oczekujemy wpływu dwóch głównych czynników. Pierwszym jest wzmożony popyt od dotychczasowych klientów na rozszerzenie aktualnych rozwiązań o nowe moduły. W 2017 roku oczekujemy także pozytywnego wpływu wdrażania jednolitego pliku kontrolnego. Obowiązek ten obejmie tym razem małe podmioty, co pozwoli utrzymać wzmożony popyt na oprogramowanie produkowane przez Asseco Business Solutions.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	145,0	151,8	170,1	184,8	197,6	207,3
EBITDA [mln PLN]	46,1	51,3	61,4	67,9	71,2	74,5
EBIT [mln PLN]	34,2	40,5	50,3	56,1	60,2	63,3
Wynik netto [mln PLN]	28,6	33,5	41,4	46,4	49,9	52,4
P/BV	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6
P/E	25,4	21,7	17,5	15,7	14,6	13,9
EV/EBITDA	14,5	12,9	10,7	9,7	9,2	8,8
EV/EBIT	19,6	16,3	13,1	11,7	10,9	10,3

Wycena DCF [PLN]	24,3
Wycena porównawcza [PLN]	25,5
Wycena końcowa [PLN]	24,6
Potencjał do wzrostu / spadku	13,1%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	21,80
Kapitalizacja [mln PLN]	178,2
Ilość akcji [mln. szt.]	8,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	25,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	18,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	15,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	16,0%
Struktura akcjonariatu:	
Asseco Poland	46,5%
Metlife OFE	10,5%
Aviva OFE	10,0%
Pozostali	33,1%

Marek Jurzec
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
WYNIKI ZA 3Q'16.....	9
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY	12
INFORMACJE O SPÓŁCE.....	13
OTOCZENIE RYNKOWE	20
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	24

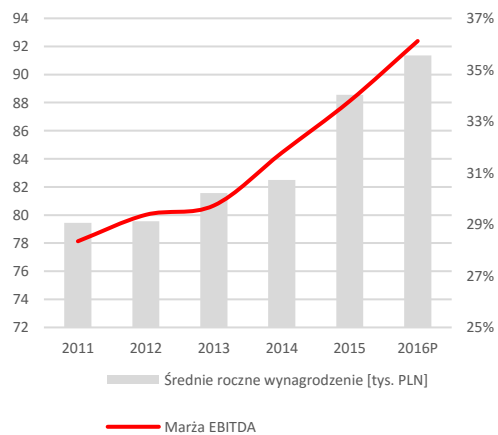
PODSUMOWANIE

W komunikacie bieżącym z 19 grudnia 2016 roku Asseco Poland poinformowało o utworzeniu, na bazie udziałów posiadanych w Asseco BS, nowego podmiotu jakim jest Asseco Enterprise Solutions. Spółka ta ma docelowo stanowić centrum kompetencyjne grupy Asseco w zakresie systemów ERP o zasięgu międzynarodowym. Oczekujemy, że docelowo w ramach tego podmiotu zintegrowane zostanie także Asseco Solutions, które sprzedaje swoje rozwiązania w Czechach, na Słowacji i w Niemczech. Uważamy, że w dłuższym terminie pozwoli to na uzyskanie synergii sprzedażowych na poziomie poszczególnych podmiotów wchodzących w skład Asseco Enterprise Solutions w tym Asseco BS.

Dotychczasowe wyniki Asseco Business Solutions są dla nas budujące, ponadto z optymizmem patrzymy na kolejne okresy, które w naszej ocenie niosą sporo szans dla spółki. Chcemy w szczególności zaakcentować udaną ekspansję na rynkach zagranicznych, która w okresie 1-3Q'16 skutkowałą kilkudziesięcioprocentowym wzrostem przychodów, a na cały 2016 rok prognozujemy wzrost o 58% r/r. Dalszej poprawy oczekujemy także na rynku krajowym, tutaj także źródłem wzrostu powinny być rozwiązania mobilne. Już w poprzednich okresach dało się zaobserwować zwiększony popyt na nowe wdrożenia i rozbudowę dotychczasowych systemów, głównie o rozwiązania mobilne. W Polsce mamy do czynienia także z wdrażaniem jednolitego pliku kontrolnego, co również generuje dodatkowy popyt na oprogramowanie Asseco BS. W 2016 prognozujemy 7% wzrost sprzedaży systemów ERP w Polsce, a w 2017 roku powinno to być 5%.

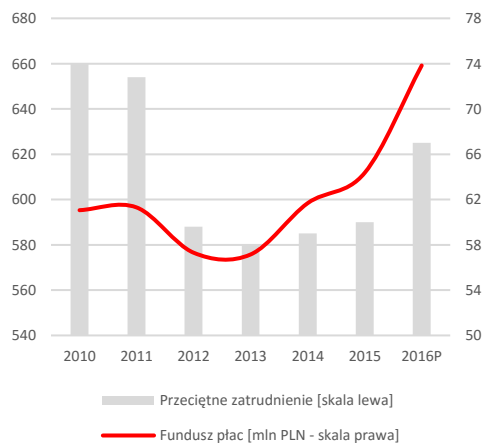
Dzięki udanej ekspansji zarówno na rynku krajowym jak i na rynkach zagranicznych Asseco BS systematycznie zwiększa marże pomimo rosnących kosztów wynagrodzeń. Uważamy, że w 2016 roku ta tendencja zostanie utrzymana, choć w celu zapewnienia zasobów dla przyszłego wzrostu do końca roku spółka będzie zmuszona zatrudnić kilkadziesiąt osób. Według nas największe względne przyrosty powinny mieć miejsce w działach sprzedaży oraz wdrożeniowych, co ma związek z rozwojem sprzedaży zagranicznej i coraz większym rozproszeniem geograficznym klientów. Pomimo wzrostu kosztów zatrudnienia spodziewamy się w latach 2016 – 2017 wzrostu EBITDA o odpowiednio 19,7% i 10,5% r/r.

Marża EBITDA w porównaniu do średniorocznego wynagrodzenia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wpływ zatrudnienia na fundusz płac



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyceny Asseco Business Solutions dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wycenę porównawczą. Metoda porównawcza w oparciu o nasze prognozy na lata 2017 - 2018 dała cenę jednej akcji na poziomie 25,5 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 24,3 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70% ,a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 24,6 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	24,3
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	25,5
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		24,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy prognozując w horyzoncie 10 – letnim wolne przepływy pieniężne (*free cash flows*) i dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Poziom ryzyka systematycznego wyrażony współczynnikiem Beta został ustalony na poziomie 1,0.

Główne założenia modelu

- Na lata 2016 – 2017 zakładamy pozytywny dla wyników Asseco BS efekt zmian w systemie podatkowym (głównie jednolity plik kontrolny), co w naszym odczuciu przełoży się na zwiększoną sprzedaż. Także ekspansja na rynkach zagranicznych powinna mieć pozytywne przełożenie na rezultaty generowane w kolejnych latach. Dlatego oczekujemy 19,7% wzrostu EBITDA w 2016 roku i 10,5% w 2017.
- W modelu nie uwzględniliśmy ewentualnych synergii płynących z budowy jednego centrum kompetencyjnego w zakresie systemów ERP, jakim docelowo ma się stać Asseco Enterprise Solutions. Uważamy, że w najbliższych okresach nowy podmiot będzie rozbudowywany o aktywa znajdujące się obecnie w ramach grupy. Dopiero w nieco dalszej perspektywie nowa spółka może podjąć działania zmierzających do poprawy jej efektywności.
- Asseco Business Solutions posiada jednolity produkt, przez co zwiększanie sprzedaży nie pociąga za sobą konieczności drastycznego zwiększania zatrudnienia, a co za tym idzie ponoszenia dodatkowych kosztów. Dlatego w dłuższej perspektywie zakładamy utrzymanie się marży brutto powyżej 40%.
- Spółka poniesione nakłady rozwojowe kapitalizuje tylko w niewielkim stopniu, w większości obciążając one koszty bieżącej działalności. W dalszej perspektywie zakładamy kontynuację tej polityki i spodziewamy się, że nakłady inwestycyjne mogą być tylko nieznacznie wyższe od amortyzacji. W okresie rezydualnym CAPEX = Amortyzacja.
- Przyjęliśmy efektywną stopę podatkową na poziomie 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy prognozowany poziom długu netto na koniec 2016 roku.
- Poziom kapitału obrotowego został obliczony na podstawie historycznych wskaźników obrotowości.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2%.
- Premia za ryzyko systematyczne wyrażona współczynnikiem beta wynosi 1,0.
- Premia za ryzyko rynkowe wynosi 5%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 33,4 mln akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 1 marca 2017.

Wycena jednej akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 24,3 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	184,8	197,6	207,3	215,9	222,8	230,0	237,4	245,1	252,9	261,0
EBIT [mln PLN]	56,1	60,2	63,3	66,1	68,3	70,6	72,9	75,4	77,9	80,6
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	10,7	11,4	12,0	12,6	13,0	13,4	13,9	14,3	14,8	15,3
NOPLAT[mln PLN]	45,4	48,8	51,3	53,5	55,3	57,2	59,1	61,1	63,1	65,2
Amortyzacja [mln PLN]	10,9	11,0	11,2	11,4	11,5	11,5	11,7	11,8	11,9	11,9
CAPEX [mln PLN]	-11,1	-11,4	-11,6	-11,7	-11,6	-12,0	-11,9	-12,3	-11,9	-11,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-2,1	-1,8	-1,4	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	43,1	46,6	49,5	52,0	54,3	55,7	57,9	59,5	62,0	64,1
DFCF [mln PLN]	40,1	39,7	38,7	37,4	35,7	33,7	32,1	30,3	28,9	27,5
Suma DFCF [mln PLN]	344,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	934,2									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	400,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	744,2									
Dług netto [mln PLN]	-67,7									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	811,9									
liczba akcji [mln szt.]	33,4									
Wartość na akcje [PLN]	24,3									

Przychody zmiana r/r	8,6%	7,0%	4,9%	4,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
EBIT zmiana r/r	11,5%	7,3%	5,2%	4,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
FCF zmiana r/r	11,7%	7,9%	6,2%	5,2%	4,3%	2,7%	3,9%	2,8%	4,2%	3,4%
Marża EBITDA	14,8%	16,1%	17,4%	16,8%	16,1%	15,6%	15,1%	14,7%	14,3%	14,0%
Marża EBIT	5,2%	5,2%	7,9%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%
Marża NOPLAT	24,6%	24,7%	24,7%	24,8%	24,8%	24,9%	24,9%	24,9%	25,0%	25,0%
CAPEX / Przychody	6,0%	5,8%	5,6%	5,4%	5,2%	5,2%	5,0%	5,0%	4,7%	4,6%
CAPEX / Amortyzacja	102,1%	103,6%	104,1%	102,5%	100,7%	103,6%	101,1%	103,8%	100,1%	99,9%
Zmiana KO / Przychody	1,1%	0,9%	0,7%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta/wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Beta	0,7	21,8	22,8	24,0	25,6	27,7	30,5	34,6	41,0	52,6
	0,8	20,7	21,6	22,7	24,1	25,8	28,1	31,3	36,2	44,3
	0,9	19,8	20,6	21,5	22,7	24,1	26,1	28,7	32,4	38,4
	1	19,0	19,6	20,5	21,5	22,7	24,3	26,4	29,4	33,9
	1,1	18,2	18,8	19,5	20,4	21,4	22,8	24,5	26,9	30,4
	1,2	17,5	18,0	18,6	19,4	20,3	21,4	22,9	24,9	27,6
	1,3	16,8	17,3	17,8	18,5	19,3	20,3	21,5	23,1	25,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Premia za ryzyko	3%	22,9	24,1	25,5	27,4	29,9	33,4	38,7	47,5	65,1
	4%	20,7	21,6	22,7	24,1	25,8	28,1	31,3	36,2	44,3
	5%	19,0	19,6	20,5	21,5	22,7	24,3	26,4	29,4	33,9
	6%	17,5	18,0	18,6	19,4	20,3	21,4	22,9	24,9	27,6
	7%	16,2	16,6	17,1	17,7	18,4	19,2	20,3	21,6	23,5
	8%	15,1	15,4	15,8	16,3	16,8	17,5	18,2	19,2	20,5
	9%	14,2	14,4	14,7	15,1	15,5	16,0	16,6	17,3	18,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/Beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	40,5	37,8	35,5	33,4	31,6	30,0	28,6	27,2	26,1
	4%	34,8	32,2	30,7	28,1	26,4	25,0	23,7	22,5	21,4
	5%	30,5	28,1	25,1	24,3	22,8	21,4	20,3	19,2	18,3
	6%	27,2	25,0	22,3	21,4	20,1	18,8	17,8	16,8	16,0
	7%	24,6	22,5	20,7	19,2	18,0	16,8	15,9	15,0	14,3
	8%	22,5	20,5	18,8	17,5	16,3	15,3	14,4	13,6	12,9
	9%	20,7	18,8	17,3	16,0	14,9	14,0	13,2	12,5	11,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

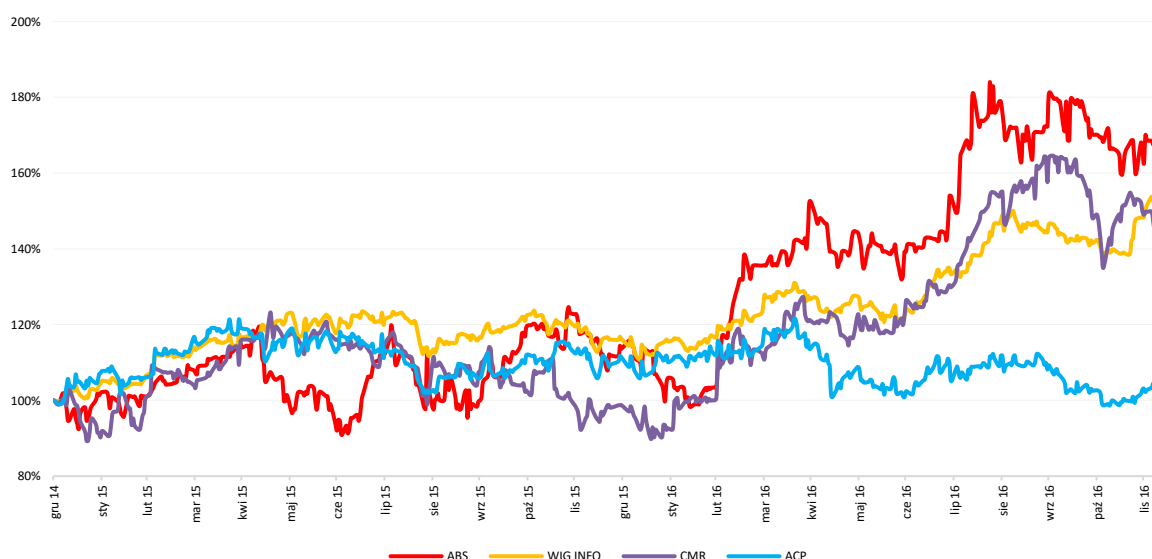
Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2017 -2018 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty z ekspozycją na aplikacje biznesowe działające na rynku polskim oraz zagranicą, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Asseco BS. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E, EV/EBITDA. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy wagę dla lat 2017 – 2018. Wycena metodą porównawczą sugeruje cenę jednej akcji na poziomie 25,5 PLN

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Comarch	22,3	15,7	14,4	8,8	7,1	6,3
Livechat Software	33,1	25,4	20,7	25,1	19,3	15,6
Isentia Group	16,3	13,8	12,6	10,8	9,2	8,0
SAP	22,5	19,8	18,2	13,4	12,6	11,4
Sage Group	19,8	18,0	16,6	13,5	12,0	11,0
Mediana	22,3	18,0	16,6	13,4	12,0	11,0
Asseco BS	17,5	15,7	14,6	10,7	9,7	9,2
Premia/dyskonto do mediany (-21,3%	-13,0%	-12,0%	-19,9%	-19,7%	-16,6%
Wycena wg wskaźnika	27,7	25,0	24,7	26,6	26,6	25,6
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena wg wskaźników		24,9			26,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	25,5					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółki

Zachowanie kursu Asseco BS na tle indeksu WIG-INFORMATYKA oraz Comarchu i Asseco Poland



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Zmiany w przepisach prawnych.** Jednym z czynników napędzających popyt na rozwiązania tworzone przez Asseco Business Solution są zmiany w przepisach podatkowych. Wprowadzanie istotnych zmian może wpłynąć na okresowe dość silne wahania wyników generowanych przez spółkę.
- **Ryzyko walutowe.** Spółka na rynki zagraniczne kieruje coraz większą część swojej sprzedaży i zgodnie ze strategią to właśnie sprzedaż zagraniczna ma być w przyszłości głównym motorem wzrostu biznesu firmy. Dlatego wyniki Asseco BS mogą być w przyszłości coraz bardziej wrażliwe na wahania kursów walutowych, gdyż koszty ponoszone są głównie w złotych. Asseco BS nie wykorzystuje także finansowania zewnętrznego, które gdyby było zaciągane w walutach obcych mogłoby stanowić hedging dla przychodów.
- **Pozycja spółki w grupie kapitałowej Asseco.** Asseco Business Solutions w ramach grupy kapitałowej jest odpowiedzialne za aplikacje ERP dla podmiotów handlowych oraz innych działających w obszarze FMCG. W grupie kapitałowej jest także inny podmiot obecny na rynkach europejskich – Asseco Solutions. W celu osiągnięcia synergii może w przyszłości nastąpić połączenie tych podmiotów w ramach jednego centrum kompetencyjnego. Za takim scenariuszem przemawia decyzja o utworzeniu Asseco Enterprise Solution z siedzibą w Bratysławie. W dłuższym terminie koncentracja wszystkich kompetencji z zakresu systemów ERP powinna przynieść istotne synergie sprzedażowe. Jednak w przypadku dokonywania pewnych akwizycji może to mieć wpływ na dotychczasową politykę dywidendową Asseco BS.
- **Środki z UE.** Asseco BS nie świadczy usług związanych z pozyskiwaniem dotacji unijnych na zakup oprogramowania. W rezultacie w sytuacji braku finansowania ze środków wspólnotowych popyt na rozwiązania informatyczne dla przedsiębiorstw nie jest zaburzony przez ten czynnik i odbija się to korzystnie na wynikach generowanych przez Asseco BS. W przypadku uruchomienia nowego rozdania z UE część popytu może z powrotem wrócić do konkurencyjnych podmiotów.
- **Presja na wynagrodzenia.** Asseco BS jest producentem oprogramowania, przez co bazuje głównie na wykwalifikowanej kadrze pracowniczej. Popyt na informatyków na rynku jest duży, co powoduje znaczną presję na podwyżki wynagrodzeń dla programistów. Działając na terenie „ściany wschodniej” spółka dotychczas w ograniczonym stopniu odczuwała presję na wzrost wynagrodzeń. Obecnie jednak także w Lublinie rynek pracy jest coraz bardziej konkurencyjny zwłaszcza jeśli chodzi o popyt na informatyków.
- **Brak wykwalifikowanej kadry.** Niedobory programistów na rynku pacy mogą powodować trudności z zatrudnieniem odpowiedniej liczby pracowników. W rezultacie stwarza to ryzyko wolniejszej realizacji niektórych projektów.

WYNIKI ZA 3Q'16

Asseco BS odnotowało bardzo wyraźną poprawę wyników zarówno w samym 3Q'16 jak i w okresie 1-3Q'16. Przyczyniło się do tego kilka czynników. Pierwszym jest dynamiczny rozwój na rynkach zagranicznych, gdzie spółce udaje się zwiększyć skalę działalności o kilkadziesiąt procent, dotyczy to całego okresu ostatnich czterech kwartałów. Na sprzedaż zagraniczną pozytywnie wpływają referencje zdobywane przy dotychczasowych umowach, dzięki czemu Asseco BS łatwiej pozyskuje nowych klientów. Zwracamy także uwagę na pozytywne recenzje jakie spółka oraz jej produkty otrzymały dzięki zagranicznym wdrożeniom, co jest również przez zarząd Asseco BS bardzo często akcentowane.

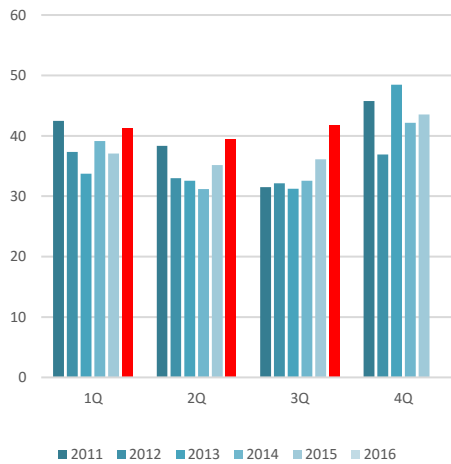
W przypadku rynku polskiego mamy do czynienia z pewnymi zmianami w kontroli podatkowej takimi jak wdrożenie jednolitego pliku kontrolnego. W 2016 roku dotyczy ono dużych podmiotów co wiązało się z ich strony ze zwiększonym popytem na rozwiązania oferowane przez Asseco BS. W samym 3Q'16 przychody z segmentu ERP w Polsce wzrosły o 10,1% r/r. Innym czynnikiem jest popyt na nowe moduły zgłaszane przez dotychczasowych klientów, które skutkują nowymi wdrożeniami także na rynku krajowym. Jeśli chodzi o mniejsze podmioty nie bez znaczenia jest opóźnienie w wydatkowaniu środków z nowej perspektywy finansowej UE. Na rynku działają podmioty, które pomagają w pozyskiwaniu finansowania na zakup ich oprogramowania, czego Asseco BS nie robi. Podczas gdy na rynku nie ma czynnika w postaci środków unijnych, to popyt na oprogramowanie produkowane przez Asseco BS jest nieco większy.

Wyniki Asseco BS w 3Q'16 [mln PLN]

	3Q'15	3Q'16	r/r	1-3Q'15	1-3Q'16	r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16	r/r
Przychody	36,1	41,7	15,6%	108,3	122,5	13,1%	150,4	166,0	10,4%
<i>Systemy ERP w tym:</i>	<i>33,0</i>	<i>38,1</i>	<i>15,3%</i>	<i>99,9</i>	<i>112,3</i>	<i>12,4%</i>	<i>136,7</i>	<i>150,0</i>	<i>9,8%</i>
<i>Polska</i>	<i>30,0</i>	<i>33,0</i>	<i>10,1%</i>	<i>90,6</i>	<i>97,3</i>	<i>7,4%</i>	<i>125,6</i>	<i>131,1</i>	<i>4,4%</i>
<i>Zagranica</i>	<i>3,0</i>	<i>5,1</i>	<i>66,7%</i>	<i>9,3</i>	<i>14,9</i>	<i>61,2%</i>	<i>11,1</i>	<i>19,0</i>	<i>70,5%</i>
<i>Pozostałe</i>	<i>3,1</i>	<i>3,7</i>	<i>18,8%</i>	<i>8,4</i>	<i>10,3</i>	<i>22,0%</i>	<i>13,7</i>	<i>16,0</i>	<i>16,4%</i>
Wynik brutto na sprzedaży	14,3	18,7	31,2%	41,9	52,4	24,9%	58,7	70,6	20,2%
EBITDA	12,6	16,4	29,5%	35,8	45,3	26,7%	50,2	60,8	21,2%
<i>Systemy ERP</i>	<i>12,1</i>	<i>16,0</i>	<i>32,0%</i>	<i>34,9</i>	<i>44,2</i>	<i>26,8%</i>	<i>48,2</i>	<i>59,1</i>	<i>22,7%</i>
<i>Pozostałe</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>	<i>-26,1%</i>	<i>0,9</i>	<i>1,2</i>	<i>22,4%</i>	<i>2,0</i>	<i>1,7</i>	<i>-14,3%</i>
EBIT	9,9	13,6	37,0%	27,7	37,1	34,1%	39,1	49,9	27,6%
Zysk brutto	10,2	13,9	36,6%	28,6	37,8	32,3%	40,3	50,9	26,1%
Zysk netto	8,2	11,2	36,7%	23,0	30,5	32,4%	32,4	41,0	26,3%
Marża brutto na sprzedaży	39,5%	44,8%		38,7%	42,7%		39,0%	42,5%	
Marża EBITDA	35,0%	39,2%		33,0%	37,0%		33,4%	36,6%	
<i>Systemy ERP</i>	<i>36,6%</i>	<i>41,9%</i>		<i>34,9%</i>	<i>39,4%</i>		<i>35,3%</i>	<i>39,4%</i>	
<i>Pozostałe</i>	<i>17,2%</i>	<i>10,7%</i>		<i>11,2%</i>	<i>11,3%</i>		<i>14,4%</i>	<i>10,6%</i>	
Marża EBIT	27,5%	32,6%		25,5%	30,3%		26,0%	30,0%	
Marża netto	22,7%	26,8%		26,4%	30,9%		26,8%	30,6%	

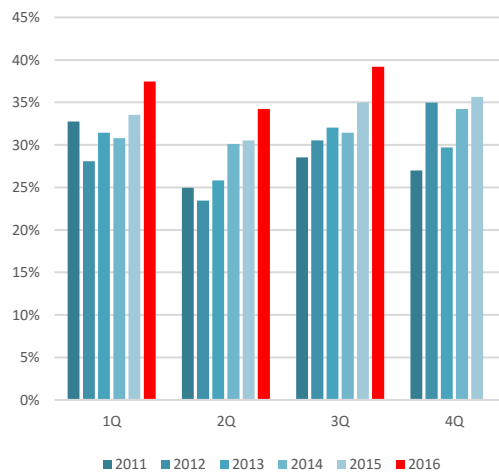
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Przychody Asseco BS w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



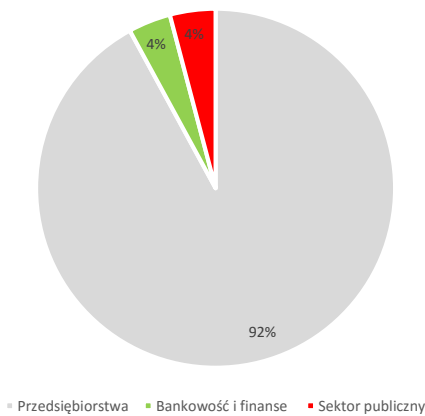
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Marża EBITDA Asseco BS w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



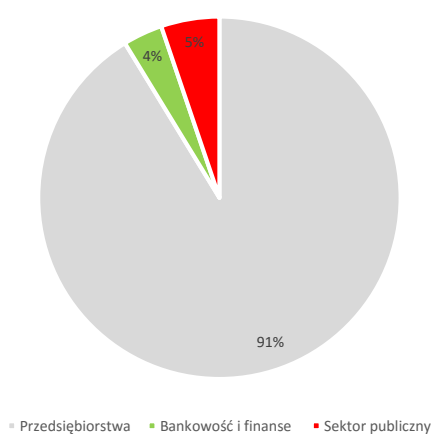
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Struktura sprzedaży w 1-3Q'15



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

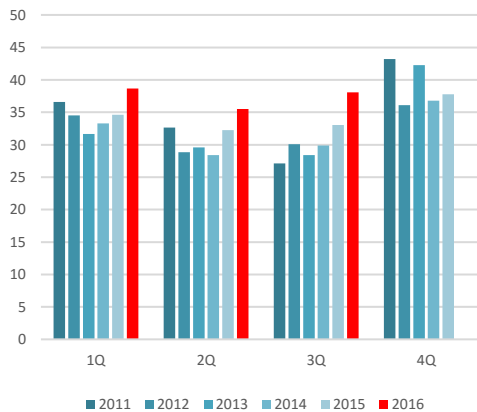
Struktura sprzedaży w 1-3Q'16



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

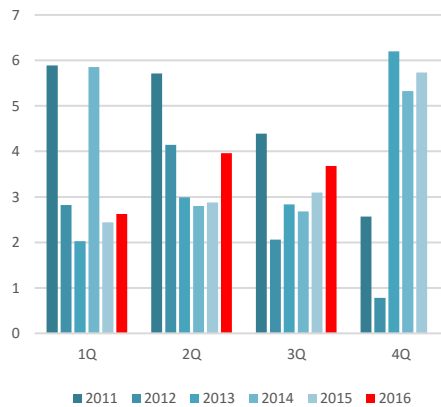
Dominującą pozycją w przychodach jest sprzedaż do sektora przedsiębiorstw, pozostałe w tym administracja publiczna stanowią marginalny udział w biznesie Asseco BS. Dzięki temu spółka jest odporna na zawirowania na rynku przetargów publicznych, w których zgodnie ze swoją polityką praktycznie nie uczestniczy. Przychody realizowane dzięki umowom z tymi klientami są pozostałością po kontraktach, które realizowała Anica System. Oprócz zleceń od administracji publicznej ta dywizja sprzedaje rozwiązania z zakresu integracji IT, dostaw sprzętu oraz outsourcingu także dla podmiotów prywatnych.

Przychody segmentu ERP [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

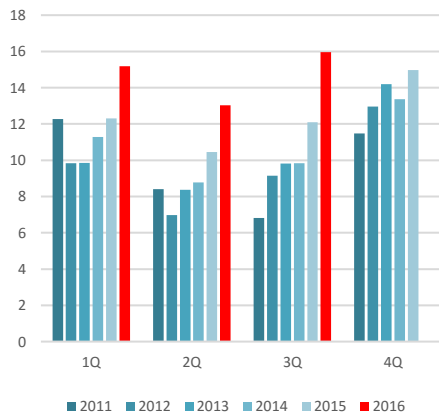
Przychody segmentu Pozostałe [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

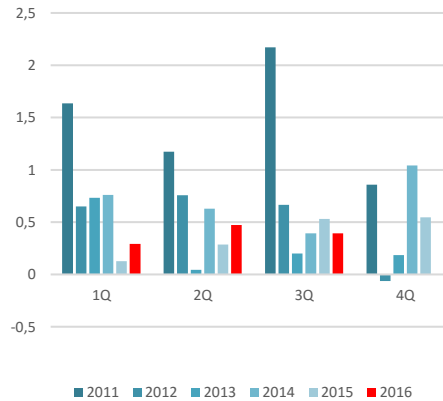
Działalność Asseco BS charakteryzuje się wysoką sezonowością. W segmencie ERP wyższe przychody są wypracowywane w 1Q i 4Q roku kalendarzowego, co ma związek z większymi nakładami na IT w przedsiębiorstwach przypadającymi na przełom roku. W 2016 roku ta prawidłowość uległa niewielkiemu rozmyciu, gdyż z powodu wdrożenia jednolitego pliku kontrolnego w 3Q'16 spółka odnotowała podwyższony popyt na swoje rozwiązania.

EBITDA segmentu ERP [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

EBITDA segmentu Pozostałe [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Pozostała sprzedaż Asseco BS podlega podobnej sezonowości jak w przypadku innych spółek informatycznych, gdzie większość przychodów przypada na 4Q roku kalendarzowego. W 2Q' i 3Q'16 miała miejsce dostawa sprzętu do jednego z klientów, dzięki czemu spółce udało się zrealizować wyższą sprzedaż w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Oceniamy, że lata 2016 – 2017 będą skutkowały dwucyfrową dynamiką wzrostu sprzedaży. W 2016 roku największy wpływ na wyniki powinno mieć wdrożenie jednolitego pliku kontrolnego w dużych firmach, co było już widoczne w okresie 1-3Q'16 i także spodziewamy się wpływu tego zjawiska na wyniki 4Q'16, w którym sprzedaż powinna być o 9% wyższa r/r, a EBITDA lepszy o 4% r/r. Wyraźnej poprawy oczekujemy także odnośnie sprzedaży na rynkach zagranicznych, gdzie Asseco BS, zdobywa kolejne referencje. W skali całego 2016 roku prognozujemy 12% wzrost sprzedaży i 19,7% poprawę EBITDA.

W perspektywie roku 2017 spodziewamy się kontynuacji trendów zapoczątkowanych jeszcze w 2016 roku. Zakładamy utrzymanie kilkudziesięcioprocentowej dynamiki na rynkach zagranicznych będącej skutkiem zdobywania kolejnych zleceń na rynkach zagranicznych. W Polsce oczekujemy wpływu wdrożenia jednolitego pliku kontrolnego dla małych podmiotów, co podobnie jak w 2016 roku powinno przełożyć się na silny wzrost sprzedaży oprogramowania. Kumulacja tych czynników powinna skutkować wzrostem przychodów o 8,6% r/r, a w przypadku EBITDA prognozujemy 10,6% poprawę.

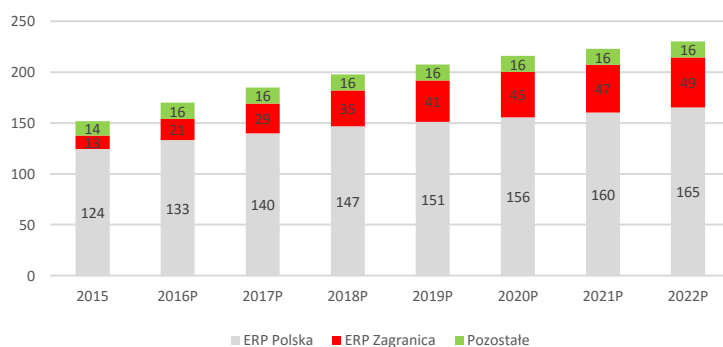
W dłuższej perspektywie wyniki Asseco BS mogą być wspierane przez wzrost rynku ERP w Polsce, gdzie liczba przedsiębiorstw korzystająca z tego typu rozwiązań jest ciągle niższa niż w krajach rozwiniętych. Rezultatem tego, że sprzedaż krajowa w dalszym ciągu stanowi większą część przychodów spółki oczekujemy, że ta tendencja będzie miała istotny wpływ na wypracowywane wyniki.

Prognozy wyników Asseco BS w 3Q'16 [mln PLN]

	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	43,5	41,3	39,5	41,7	47,6	45,3	42,2	45,4	51,8	151,8	170,1	184,8	197,6
Systemy ERP w tym:	37,8	38,7	35,5	38,1	41,8	42,7	38,7	41,7	46,1	137,7	154,1	169,2	182,0
Polska	33,7	32,7	31,6	33,0	35,8	34,3	33,2	34,6	37,6	124,4	133,1	139,8	146,7
Zagranica	4,1	6,0	3,9	5,1	6,1	8,4	5,4	7,1	8,5	13,3	21,0	29,4	35,3
Pozostałe	5,7	2,6	4,0	3,7	5,7	2,6	3,6	3,7	5,7	14,2	16,0	15,6	15,6
Wynik brutto na sprzedaży	18,2	17,9	15,7	18,7	19,2	19,9	18,4	19,8	22,0	60,2	71,6	80,1	86,0
EBITDA	15,5	15,5	13,5	16,4	16,1	17,0	15,8	16,8	18,4	51,3	61,4	67,9	71,2
Systemy ERP	15,0	15,2	13,0	16,0	15,4	16,6	15,3	16,3	17,7	49,8	59,6	65,9	69,2
Pozostałe	0,5	0,3	0,5	0,4	0,7	0,4	0,5	0,5	0,7	1,5	1,8	2,0	2,0
EBIT	12,8	12,7	10,8	13,6	13,2	14,0	12,8	13,8	15,4	40,5	50,3	56,1	60,2
Zysk brutto	13,0	12,9	11,1	13,9	13,5	14,4	13,2	14,1	15,7	41,6	51,3	57,3	61,6
Zysk netto	10,5	10,4	8,9	11,2	10,9	11,6	10,7	11,4	12,7	33,5	41,4	46,4	49,9
Marża brutto na sprzedaży	41,9%	43,4%	39,9%	44,8%	40,4%	43,9%	43,6%	43,6%	42,4%	39,6%	42,1%	43,3%	43,5%
Marża EBITDA	35,6%	37,5%	34,2%	39,2%	33,8%	37,4%	37,4%	37,0%	35,5%	33,8%	36,1%	36,8%	36,0%
Systemy ERP	39,6%	39,3%	36,7%	41,9%	36,9%	38,9%	39,6%	39,1%	38,5%	36,2%	38,7%	39,0%	38,0%
Pozostałe	13,5%	4,9%	12,2%	7,7%	11,2%	4,5%	8,6%	6,7%	8,0%	11,2%	8,8%	6,8%	5,7%
Marża EBIT	29,4%	30,9%	27,2%	32,6%	27,8%	30,9%	30,4%	30,4%	29,8%	26,6%	29,6%	30,4%	30,5%
Marża netto	24,1%	25,1%	22,6%	26,8%	23,0%	25,7%	25,4%	25,1%	24,5%	22,1%	24,4%	25,1%	25,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozowana struktura przychodów [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Oczekujemy systematycznego wzrostu udziału sprzedaży zagranicznej w przychodach Asseco BS. Po zakończeniu integracji wszystkich aktywów grupy Asseco związanych z ERP w jednym podmiocie, mogą pojawić się synergii które wspomogą ekspansję zagraniczną Asseco BS.

INFORMACJE O SPÓŁCE

Asseco Business Solutions zajmuje się produkcją aplikacji dla biznesu i stanowi centrum kompetencyjne grupy Asseco odpowiedzialne za systemy ERP. Spółka powstała z połączenia kilku podmiotów działających na polskim rynku rozwiązań dla przedsiębiorców jakimi były:

- Anica System
- Safo
- Softlab
- Incenti
- Wapro

Anica System była ostatnim przejętym podmiotem z pośród wyżej wymienionych. Ta spółka wniosła do Asseco BS rozwiązania mobilne na bazie których powstał flagowy system jakim jest Mobile Touch. To właśnie rozwiązania mobilne stanowią główny towar eksportowy firmy. Spadkiem po tym podmiocie są także rozwiązania odpowiadające za sprzedaż nie związaną z systemami ERP.

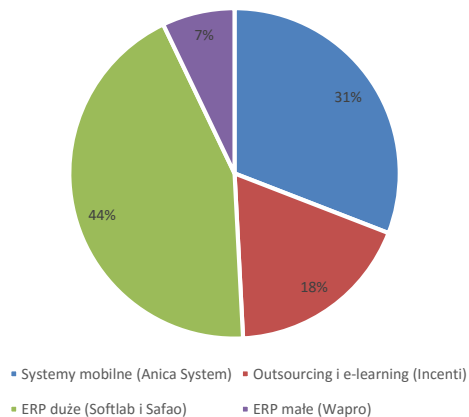
Safo i Softlab wniosły do spółki „tradycyjne” systemy ERP dla dużych przedsiębiorstw. Softlab funkcjonuje nadal jako marka handlowa systemów przeznaczonych właśnie dla większych firm. Sprzedaż w tej linii biznesowej jest kierowana na rynek polski.

Incenti zajmowało się głównie outsourcingiem IT oraz e-learningami. Obecnie Asseco BS nie kontynuuje żadnej działalności jaką pierwotnie zajmowało się Incenti.

Wapro zajmowało się systemami dla małych i mikro przedsiębiorstw. Obecnie nadal funkcjonuje jako marka oprogramowania przeznaczonego dla tego segmentu rynku sprzedawanego głównie w formie „pudełkowej” na rynku krajowym.

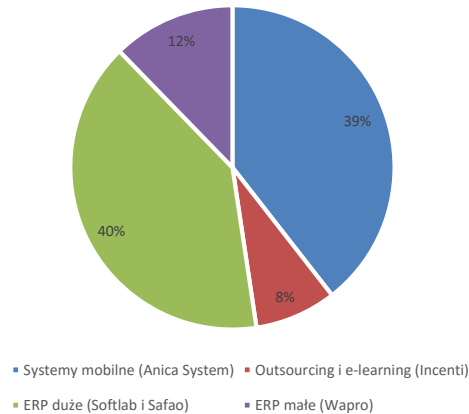
Obecnie Asseco BS nie raportuje wyników szczegółowo w rozbiciu na poszczególne linie biznesowe. Sprzedaż wszystkich systemów ERP jest traktowana jako jeden segment, a osobno jest ujmowana działalność związana z usługami integratorskimi i dostawami sprzętu jako pozostała działalność. Po zakończeniu procesu akwizycyjnego dwiema dominującymi liniami biznesowymi był segment dużego ERP oraz segment aplikacji mobilnych.

Struktura przychodów po przejęciu Anica System w 2008 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

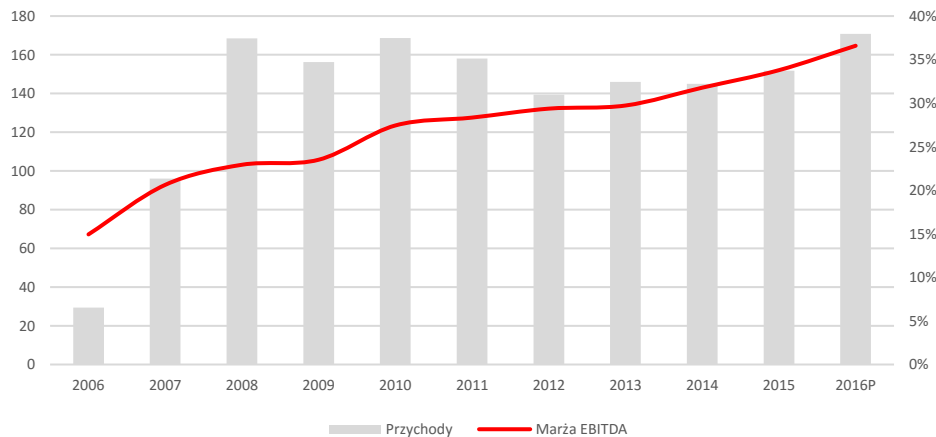
Struktura EBITDA po przejęciu Anica System 2008 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

HISTORYCZNE WYNIKI

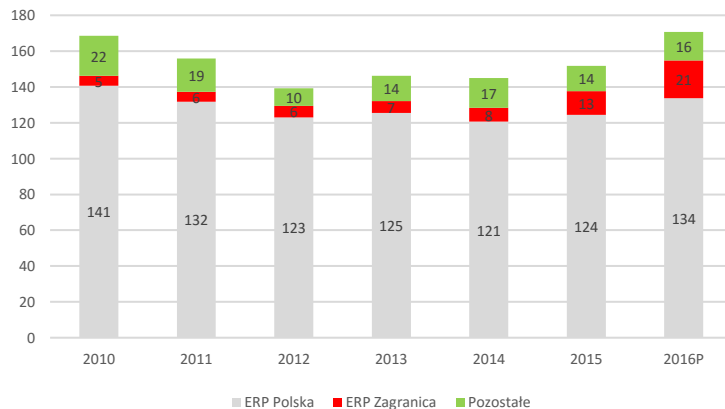
W Asseco Business Solutions zauważalny jest stały wzrost rentowności i to pomimo przejściowego spadku przychodów. Po zbudowaniu odpowiedniej skali biznesu w latach 2006 – 2008, nieefektywne linie biznesowe były wygaszane i stopniowo zastępowane przez nowe umowy w obszarze aplikacji biznesowych. Jednorodność rozwiązań Asseco BS pozwala systematycznie zwiększać sprzedaż bez intensywnych nakładów na kadre pracowniczą, co skutkowało wyraźną poprawą marż w poprzednich latach.



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

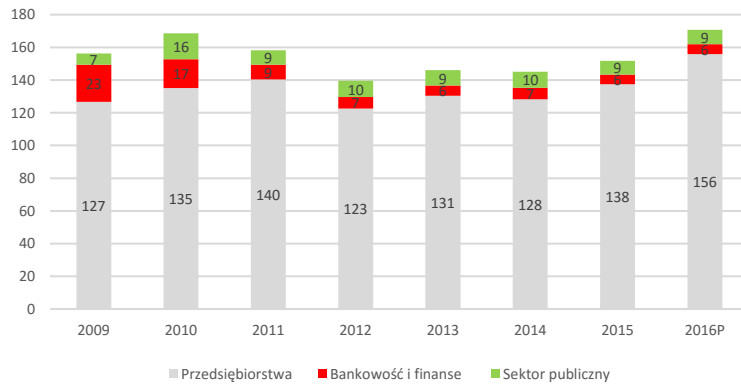
W strukturze przychodów dominującą pozycję ma sprzedaż systemów ERP na rynek polski. Po restrukturyzacji tego biznesu spółka odnotowuje systematyczny wzrost sprzedaży. Od 2014 roku widoczna jest także poprawa na rynkach zagranicznych, które obecnie są jednym z głównych czynników odpowiedzialnych za wzrost skali biznesu Asseco BS. Pozostała sprzedaż stanowi usługi outsourcingowe i integratorskie, będące pozostałością po podmiotach, które weszły w skład Asseco BS. Te rozwiązania często są kierowane do administracji publicznej i utrzymują się na stabilnym poziomie.

Struktura przychodów Asseco BS [mln PLN]



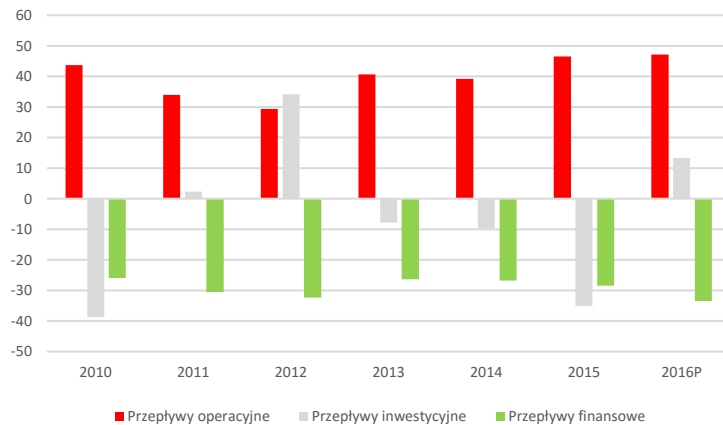
Od pewnego czasu rośnie sprzedaż na rynkach zagranicznych, co wynika z aktualnej strategii zakładającej ekspansję zagraniczną. Zwiększa się także sprzedaż ERP na rynki krajowe jednak nie tak dynamicznie jak ma to miejsce za granicą.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Struktura przychodów Asseco BS według grup odbiorców [mln PLN]


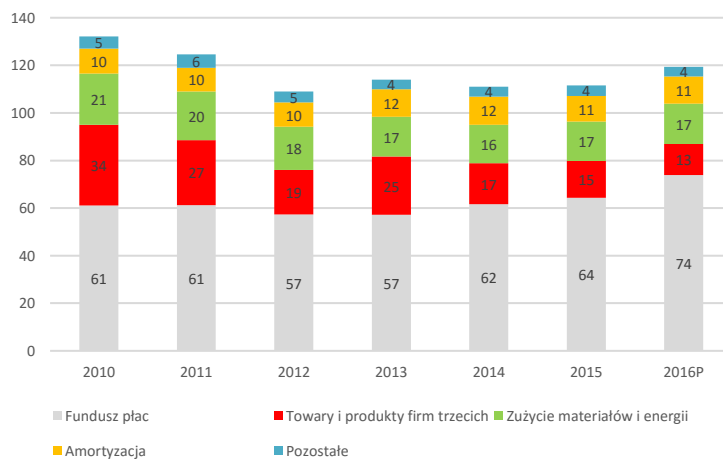
Po zakończeniu procesu łączenia biznesów spółek, które weszły w skład Asseco BS udział sprzedaży do sektora przedsiębiorstw był systematycznie zwiększany. Trend ten nadal jest widoczny, a spółka podkreśla, że w dalszym ciągu nie jest zainteresowana zleceniami od sektora publicznego.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przepływy pieniężne Asseco BS [mln PLN]


Dzięki systematycznemu generowaniu satysfakcjonujących wyników Asseco BS generuje wysokie przepływy operacyjne pozwalające na coroczne wypłacanie dywidend. Zgodnie z przyjętą strategią większość nakładów inwestycyjnych obciąża wynik bieżącego okresu dzięki czemu CAPEX jest na poziomie zbliżonym do amortyzacji. Spore wahania przepływów z działalności inwestycyjnej wynikają z zakładania i rozwiązywania depozytów bankowych

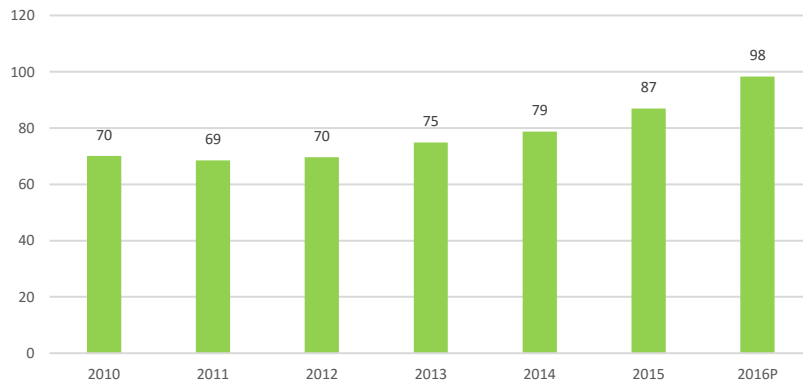
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura kosztów Asseco BS [mln PLN]


Struktura kosztów w Asseco BS jest podobna jak w innych podmiotach zajmujących się produkcją oprogramowania, albo świadczącymi usługi na bazie oprogramowania własnego. Większość kosztów stanowią koszty związane ze świadczeniami na rzecz pracowników (wynagrodzenia, ubezpieczenia itp.) w 2015 roku fundusz płac odpowiadał za 58% kosztów. Na 2016 prognozujemy że będzie on stanowił już ponad 61% ogółu wydatków.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA na pracownika [tys. PLN]



Jednym ze źródeł poprawy marż jest stała poprawa efektywności, która w ostatnich latach przejawia się jako wzrost EBITDA przypadającego na pracownika.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

BILANS

Wśród aktywów największą pozycją jest wartość firmy, biorąc pod uwagę obecne wyniki oraz perspektywy rozwoju nie wydaje się nam ona obecnie zagrożona. Zgodnie ze strategią większość kosztów na badania i rozwój znajduje swoje odzwierciedlenie w RZiS dlatego poziom WNiP pozostaje na stabilnym poziomie. Asseco BS nie prowadzi obecnie zakrojonego na szeroką skalę programu inwestycyjnego więc poziom RZAT także pozostaje stabilny. Dominującą pozycją w kapitale obrotowym są należności handlowe, co jest typowe dla producentów oprogramowania. Asseco BS tworząc swoje produkty bazuje na kapitale intelektualnym pracowników, przez co nie musi posiadać znacznego poziomu zapasów. Spółka cieszy się bardzo komfortową sytuacją płynnościową. Poziom gotówki na bilansie jest wyższy niż wszystkich zobowiązań zarówno długo jak i krótkoterminowych. Po wypłacie dywidendy Asseco BS posiada jeszcze 47 mln PLN wolnej gotówki, co może pozwolić na wypłatę dywidend na obecnym poziomie nawet w przypadku ewentualnych akwizycji.

Bilans Asseco BS [mln PLN]

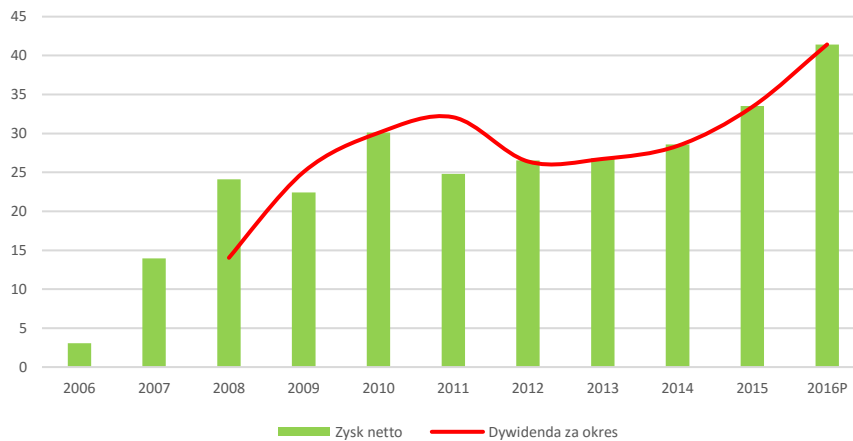
	2013	2014	2015	3Q'15	3Q'16
Aktywa trwałe	194,5	194,1	194,3	192,5	194,9
RZAT	9,8	10,3	10,3	9,5	11,6
Wartość firmy	170,9	170,9	170,9	170,9	170,9
Pozostałe WNiP	11,9	10,7	10,7	10,4	10,5
Pozostałe aktywa	1,8	2,2	2,4	1,7	1,9
Aktywa obrotowe	96,9	90,3	95,7	79,3	87,9
Zapasy	2,6	0,6	0,4	0,8	0,2
Należności handlowe	36,6	28,9	27,0	25,0	26,4
Gotówka	54,7	57,5	40,7	50,0	56,6
Pozostałe	2,9	3,3	27,7	3,5	4,7
Aktywa razem	291,4	284,3	290,0	271,8	282,9
Kapitał własny	259,0	260,7	265,9	255,4	263,0
Zobowiązania długoterminowe	0,4	0,7	0,8	0,7	0,8
Zobowiązania finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	0,4	0,7	0,8	0,7	0,8
Zobowiązania krótkoterminowe	32,0	23,0	23,4	15,7	19,1
Zobowiązania handlowe	13,9	4,5	4,6	2,8	2,2
Zobowiązania finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	18,1	18,5	18,7	12,9	16,9
Pasywa razem	291,4	284,3	290,0	271,8	282,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

POLITYKA DYWIDENDOWA

Asseco Business Solutions jest spółką dywidendową. Po zakończeniu procesu budowy odpowiedniej skali działalności podmiot ten regularnie dzieli się zyskiem rozdzielając go w całości między akcjonariuszy. Pierwsza dywidenda została wypłacona z zysku wypracowanego za 2008 rok czyli po zakończeniu procesu akwizycyjnego. Spodziewamy się utrzymania tej polityki również w kolejnych okresach ponieważ spółka posiada bardzo dobrą sytuację płynnościową i dodatkowo nie ma potrzeby wdrażania dużego programu inwestycyjnego. Według naszych założeń stopa dywidendy w 2017 roku powinna wynieść 5,7%. W krótkim terminie nie oczekujemy aby budowa nowego podmiotu integrującego aktywa grupy Asseco odpowiedzialne z systemu ERP miała mieć negatywny wpływ na wypłacane dywidendy. Spółka oprócz regularnych zysków posiada bufor gotówki wynoszący blisko 47 mln PLN, co pozwala zakładać utrzymanie obecnej polityki nawet w przypadku przeprowadzenia akwizycji.

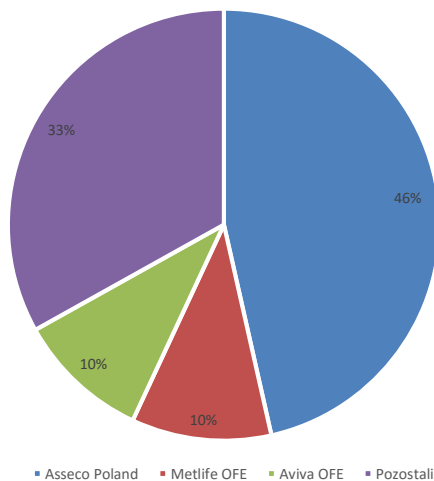
Dywidenda za dany okres na tle zysku netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

AKCJONARIAT

Akcjonariat Asseco Business Solution



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Dominującym podmiotem w akcjonariacie Asseco Business Solution jest Asseco Poland, które swoje akcje kontroluje poprzez Asseco Enterprise Solutions. Z racji znacznego rozdrobnienia akcjonariatu posiadanie 46% pakietu akcji pozwala Asseco Poland sprawować faktyczną kontrolę nad spółką. Asseco BS w grupie Asseco stanowi zaplecze kompetencyjne w zakresie systemów ERP dla klientów komercyjnych z branży FMCG. I docelowo powinno stać się jednym z filarów podmiotu integrującego wszystkie aktywa związane z systemami ERP znajdujące się w grupie Asseco.

SEGMENTY DZIAŁALNOŚCI

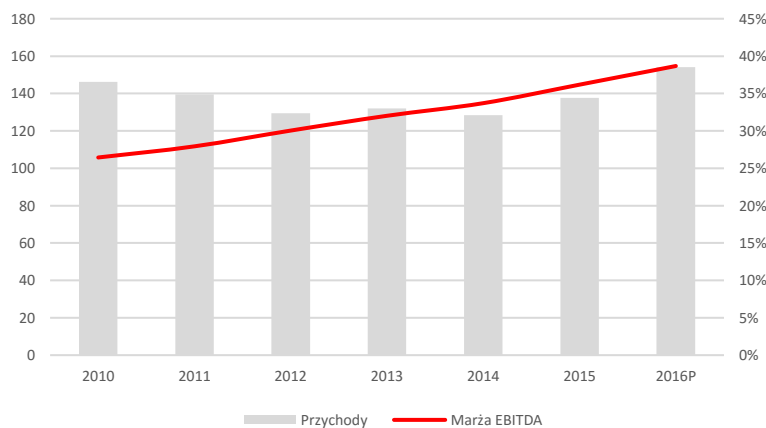
Po połączeniu kilku mniejszych spółek w jeden biznes, działalność Asseco BS koncentruje się głównie na produkcji systemów ERP, których grupą docelową są odbiorcy komercyjni. Jako osobny segment traktowana jest pozostała sprzedaż, która w raportach spółki jest określana jako przychody niealokowalne.

Segment ERP

W tym segmencie Asseco BS oferuje aplikacje biznesowe wspomagające zarządzanie przedsiębiorstwem, które kierowane są zarówno do małych jak i dużych podmiotów. Do portfolio produktowego zalicza się:

- Asseco Softlab ERP – system wspierający zarządzanie przedsiębiorstwem. Jego sprzedaż odbywa się głównie na rynku krajowym. System ten składa się z modułów, które mogą być wdrażane oddzielnie i dostosowywane do potrzeb klienta.
- Asseco Softlab WMS i Asseco Safo 2.0 – są to rozwiązania służące do usprawniania procesów związanych z zarządzaniem magazynami.
- Mobilne Systemy SFA – Jest to rodzina systemów przeznaczona dla podmiotów działających w obszarze FMCG. Wśród nich jest Mobile Touch określany jako flagowe rozwiązanie Asseco BS. Właśnie ta grupa produktów stanowi główną siłę napędową sprzedaży zagranicznej. Mobile Touch został także pozytywnie oceniony przez niezależne firmy badawczo – doradcza jako rozwiązanie dla sektora FMCG o zasięgu globalnym.
- Platforma Connector – oprogramowanie służące do szybkiej wymiany danych między partnerami handlowymi.
- Faktor 3 – oprogramowanie dla instytucji finansowych wspierający procesy związane z faktoringiem.
- WAPRO ERP – Rodzina tzw. „pudełkowych” programów przeznaczonych dla małych przedsiębiorstw. Znajdują się tutaj systemy zarówno dla początkujących firm jak i większych podmiotów zatrudniających kilkudziesięciu pracowników.

Wyniki segmentu ERP [mln PLN]



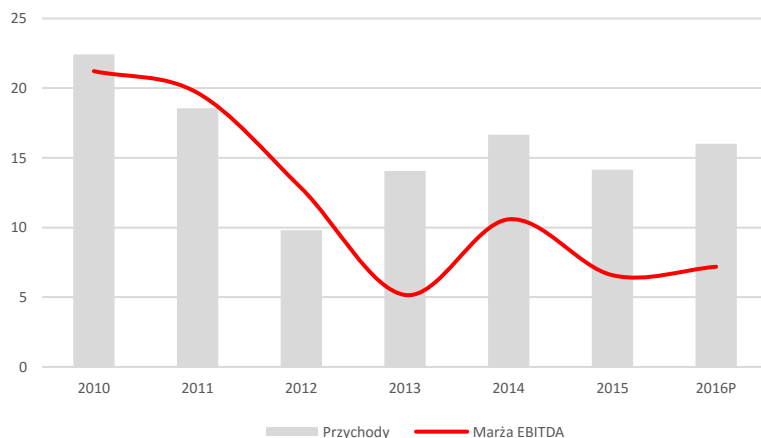
Po zakończeniu budowy biznesu w odpowiedniej skali Asseco BS przystąpiło do porządkowania portfela zamykając produkcję nierentownego oprogramowania, dzięki czemu pomimo spadku przychodów rentowność w segmencie ERP systematycznie wzrastała.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment pozostałe

W segmencie pozostałe odzwierciedlone są przychody, których nie można ująć w ramach żadnej z linii biznesowych składających się na segment ERP. W ramach tego segmentu odbywa się także obsługa podmiotów z sektora administracji publicznej. Z punktu widzenia strategii Asseco BS ten obszar jest mało istotny zarówno ze względu na kontrybucję do wyników jak i strategiczne plany rozwoju. Znaczna część klientów to pozostałość po dawnym Anica System i ze względu na stałą pozytywną rentowność tego biznesu nie oczekujemy aby w najbliższym działalności w tym obszarze miała zostać wygaszona. Głównymi rozwiązaniami w tym segmencie są dostawy sprzętu, usługi integratorskie oraz outsourcingowe.

Wyniki segmentu Pozostałe [mln PLN]



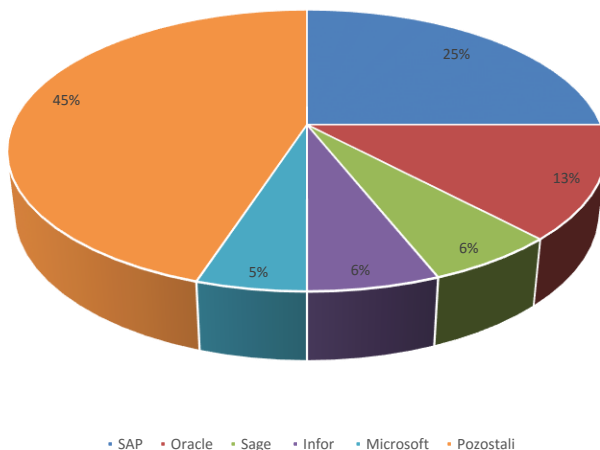
Pozostałe to jest najmniej rentowna oraz najmniej istotna linia biznesowa. Po zakończeniu restrukturyzacji przychody oraz marże w tym obszarze pozostają na względnie stabilnym poziomie.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

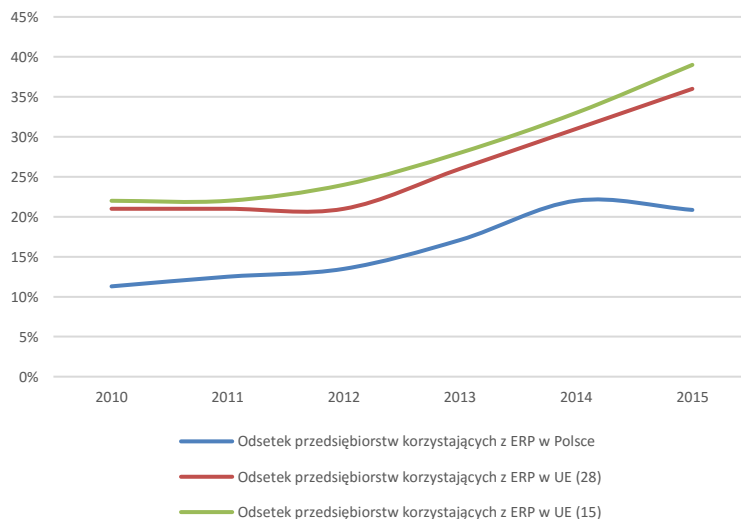
Asseco Business Solutions działa na rynku aplikacji biznesowych jakimi są systemy ERP (Enterprise Resource Planning), które służą do usprawnienia zarządzania zasobami przedsiębiorstwa. Spółka wyspecjalizowała się w systemach SFA (Sales Force Application), przeznaczonych dla podmiotów operujących w branży FMCG. Na światowym rynku systemów ERP dominującą pozycją ma SAP z 25% udziałem, kolejne miejsca na podium zajmują Oracle i Sage z udziałami wynoszącymi odpowiednio 13% i 6%. Wartość tego rynku w 2012 roku została oszacowana na 24,6 mld USD. Według Allied Market Research w najbliższych latach rynek ERP będzie rósł w tempie 7,2% rocznie aby w 2020 roku osiągnąć wartość 41 mld USD. Cały rynek aplikacji biznesowych ma wtedy osiągnąć wartość 213 mld USD.

Światowy rynek ERP – dane za 2012 rok



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Gartner

Udział przedsiębiorstw korzystających z ERP w Polsce na tle krajów UE



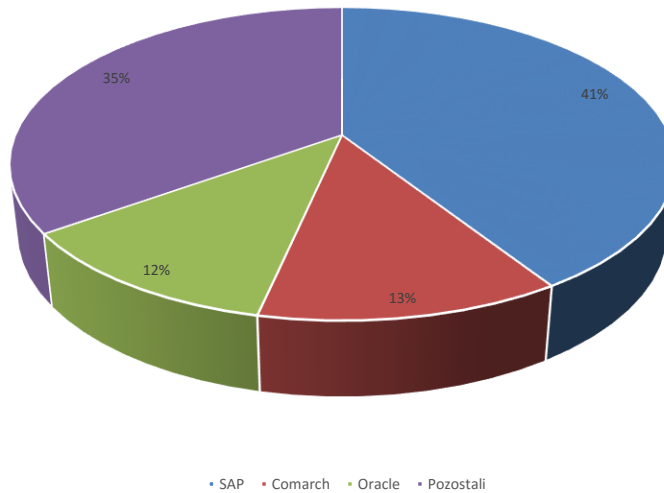
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Eurostat

Ponad 1/3 przedsiębiorstw w Unii Europejskiej korzysta z systemów ERP, co w 2015 roku było odczytem lepszym o 15 pkt. procentowych niż w przypadku Polski. Jeszcze lepiej rynek aplikacji biznesowych jest rozwinięty w rozwiniętych krajach UE - „stara 15”. Spadek w Polsce w 2015 roku względem roku 2014 był spowodowany sektorem małych przedsiębiorstw.

RYNEK APLIKACJI BIZNESOWYCH W POLSCE

Na rynku polskim dominującą pozycję również posiada SAP z 40,1% udziałem, drugi jest Comarch z udziałem w wysokości 12,5%. Według danych IDC w kolejnych latach popyt na systemy ERP powinien być zwiększony ze względu na implementacje nowych rozwiązań prawnych w tym jednolitego pliku kontrolnego.

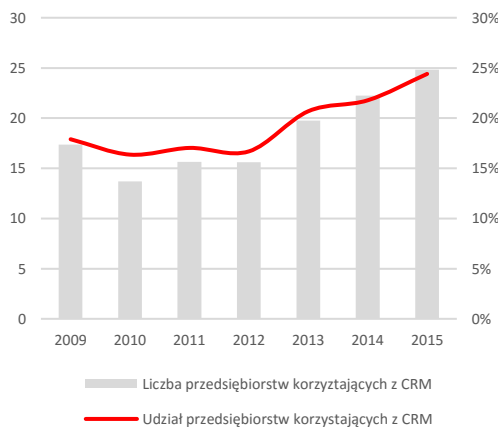
Światowy rynek ERP – dane za 2012 rok



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., IDC

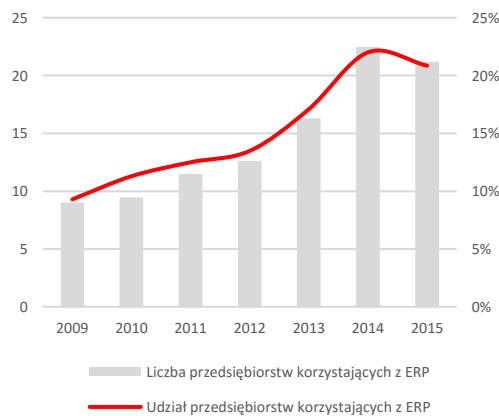
Udział przedsiębiorstw korzystających z aplikacji biznesowych systematycznie rośnie. W 2015 roku największy odsetek podmiotów korzystających z oprogramowania ERP był wśród dużych podmiotów, który wyniósł 88%. W skali całego sektora tylko 1/5 firm korzysta z systemów ERP, przez co polscy przedsiębiorcy wyraźnie odlegają od zagranicznych podmiotów. Nieco lepiej sytuacja wygląda w przypadku rozwiązań CRM i systemów do zarządzania dokumentami, gdzie penetracja rynku wynosi odpowiednio 24% 22%

Przedsiębiorstwa korzystające z CRM ogółem [tys.]



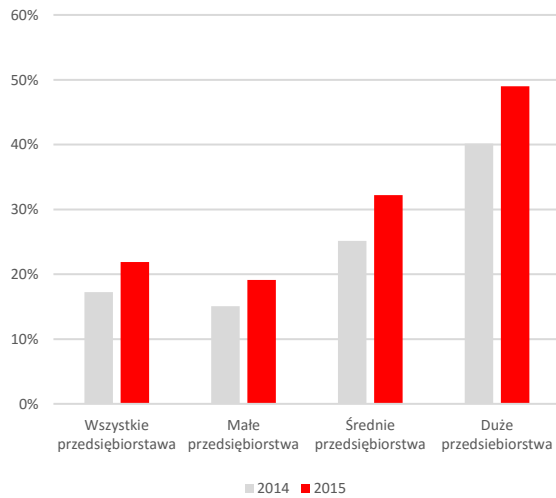
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Przedsiębiorstwa korzystające z ERP ogółem [tys.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

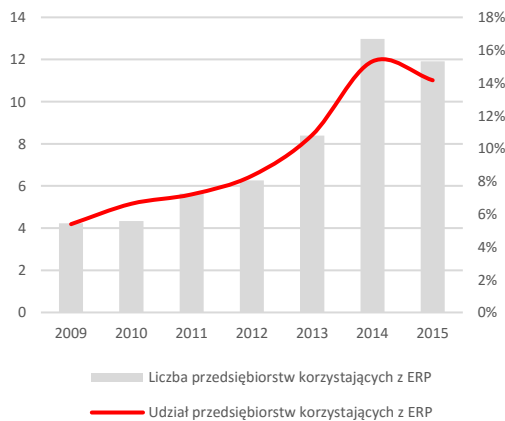
Udział przedsiębiorstw korzystających z systemów do zarządzania obiegiem dokumentów



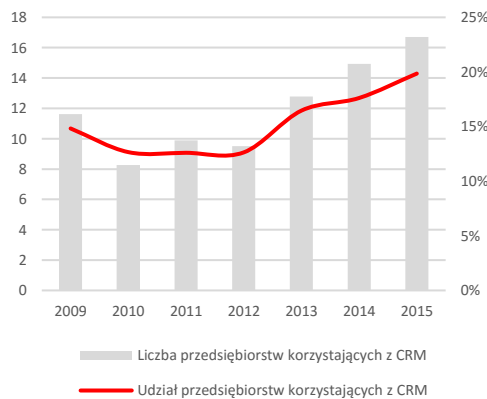
Za spadek udziału firm korzystających z ERP odpowiadały małe podmioty, które są najliczniejszą grupą. W tym obszarze wyraźnie zwiększył się odsetek przedsiębiorstw które korzystają z systemów zarządzania dokumentami oraz oprogramowania do zarządzania relacjami z klientami (CRM) tylko w tym segmencie rynku oba te rozwiązania cechuje wyższa penetracja niż rozwiązania ERP. Wynika to z tego, że w małych firmach procesy nie zawsze są na tyle złożone aby do efektywnego zarządzania wymagały zaawansowanych rozwiązań.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Mali przedsiębiorcy korzystający z ERP [tys.]



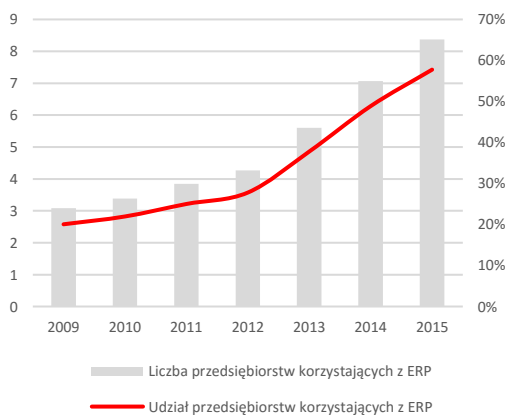
Mali przedsiębiorcy korzystający z CRM [tys.]



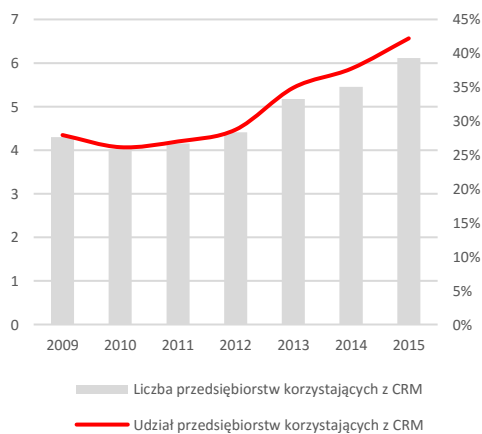
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Średni przedsiębiorcy korzystający z ERP [tys.]



Średni przedsiębiorcy korzystający z CRM [tys.]

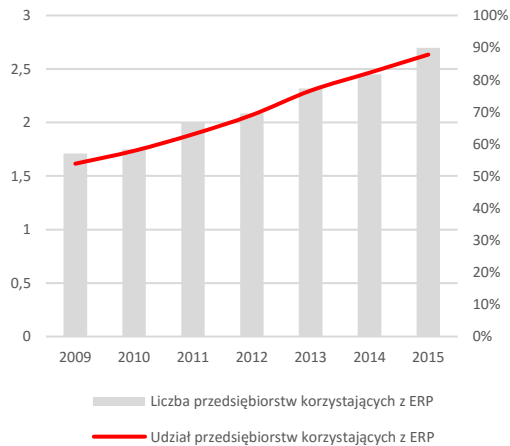


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

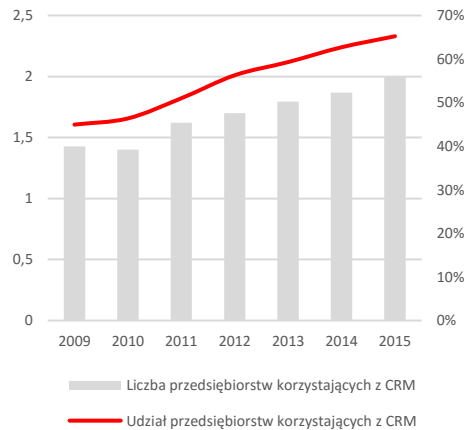
Duże i średnie podmioty zdecydowanie częściej sięgają po rozwiązania ERP niż po systemy CRM i aplikacje wspierające tylko obieg dokumentów. Struktury takich organizacji są na tyle rozbudowane, że wymagają specjalistycznych narzędzi do efektywnego zarządzania. Poziom penetracji systemami ERP w obszarze dużych przedsiębiorstw jest relatywnie duży gdyż wynosi 88%, jednak na tle krajów rozwiniętych nie robi takiego wrażenie, gdyż np. w USA wszystkie duże przedsiębiorstwa korzystają z oprogramowania tego typu.

Duży przedsiębiorcy korzystający z ERP [tys.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A , GUS

Duży przedsiębiorcy korzystający z CRM [tys.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A , GUS

JEDNOLITY PLIK KONTROLNY

W ostatnich kwartałach istotnym czynnikiem kształtującym rynek ERP w Polsce jest wdrożenie jednolitego pliku kontrolnego. Uważamy, że również w kolejnych okresach powinniśmy mieć do czynienia ze wzmożonym popytem na oprogramowanie dla przedsiębiorstw wynikające z wprowadzenia nowych regulacji.

To rozwiązanie ma usprawnić kontrole podatkowe poprzez zautomatyzowanie tego procesu. Dane przekazywane w jednolitych plikach kontrolnych organom skarbowym posiadają ustandaryzowany format ułatwiający jego przetwarzanie. Zgodnie z nowymi regulacjami na jednolity plik kontrolny składa się siedem następujących struktur:

- Księgi rachunkowe
- Wyciąg bankowy
- Magazyn
- Ewidencje zakupu i sprzedaży
- Faktury VAT
- Podatkowa księga przychodów i rozchodów
- Ewidencja przychodów

Duże podmioty są zobowiązane przekazywać pliki JPK na żądanie organów podatkowych od 1 lipca 2016 roku. Dla małych i średnich przedsiębiorstw ten obowiązek wejdzie w życie od 1 stycznia 2018 roku, jednak w przypadku ewidencji zakupu i sprzedaży będzie to 1 stycznia 2017 roku.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa Trwale	194,1	194,3	195,4	195,6	196,0	196,5	196,8	196,8	197,3	197,4	197,8	197,8
Wartości niematerialne i prawne	181,6	181,7	181,6	181,8	182,0	182,2	182,3	182,4	182,6	182,6	182,9	182,9
Rzeczowe aktywa trwałe	10,3	10,3	11,9	12,0	12,2	12,4	12,6	12,6	12,8	12,9	13,1	13,1
Pozostałe aktywa trwałe	2,2	2,4	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Aktywa obrotowe	90,3	95,7	101,0	106,2	109,6	111,9	114,1	116,0	117,7	119,7	121,5	123,7
Zapasy	0,6	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Należności handlowe	28,9	27,0	28,3	30,8	32,9	34,6	36,0	37,1	38,3	39,6	40,8	42,1
środkii pieniężne	57,5	40,7	67,7	70,4	71,7	72,4	73,2	73,9	74,4	75,1	75,6	76,6
Pozostałe aktywa obrotowe	3,3	27,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
Aktywa razem	284,3	290,0	296,4	301,8	305,6	308,4	310,9	312,9	314,9	317,1	319,3	321,6
Kapitały własne	260,7	265,9	273,9	278,9	282,4	284,9	287,2	289,0	290,8	292,8	294,8	296,8
Zobowiązania długoterminowe	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Zobowiązania finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Zobowiązania krótko terminowe	23,0	23,4	21,7	22,1	22,4	22,7	23,0	23,1	23,3	23,5	23,8	24,0
Zobowiązania finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	4,5	4,6	4,7	5,1	5,5	5,8	6,0	6,2	6,4	6,6	6,8	7,0
Pozostałe zobowiązania	18,5	18,7	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Pasywa razem	284,3	290,0	296,4	301,8	305,6	308,4	310,9	312,9	314,9	317,1	319,3	321,6
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	145,0	151,8	170,1	184,8	197,6	207,3	215,9	222,8	230,0	237,4	245,1	252,9
EBITDA	46,1	51,3	61,4	67,9	71,2	74,5	77,4	79,8	82,1	84,7	87,2	89,8
EBIT	34,2	40,5	50,3	56,1	60,2	63,3	66,1	68,3	70,6	72,9	75,4	77,9
Saldo działalności finansowej	1,3	1,1	1,0	1,2	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Wynik brutto	35,5	41,6	51,3	57,3	61,6	64,7	67,5	69,7	72,0	74,4	76,9	79,4
Wynik netto	28,6	33,5	41,4	46,4	49,9	52,4	54,7	56,5	58,3	60,3	62,3	64,3
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	39,1	46,5	47,2	55,1	59,1	62,2	64,9	67,0	68,9	71,0	73,0	75,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9,7	-35,0	13,4	-11,1	-11,4	-11,6	-11,7	-11,6	-12,0	-11,9	-12,3	-11,9
Przepływy z działalności finansowej	-26,7	-28,4	-33,4	-41,4	-46,4	-49,9	-52,4	-54,7	-56,5	-58,3	-60,3	-62,3
Przepływy pieniężne netto	2,7	-16,9	27,1	2,6	1,3	0,7	0,7	0,8	0,5	0,8	0,5	1,0
Środki pieniężne na początek okresu	54,6	57,4	40,7	67,9	70,4	71,7	72,4	73,2	73,9	74,4	75,1	75,6
Środki pieniężne na koniec okresu	57,4	40,7	67,9	70,4	71,7	72,4	73,2	73,9	74,4	75,1	75,6	76,6

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-0,7%	4,7%	12,0%	8,6%	7,0%	4,9%	4,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
EBITDA zmiana r/r	6,2%	11,3%	19,7%	10,6%	4,7%	4,6%	4,0%	3,0%	2,9%	3,1%	3,0%	3,0%
EBIT zmiana r/r	7,5%	18,2%	24,4%	11,5%	7,3%	5,2%	4,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Zysk netto zmiana r/r	6,5%	17,3%	23,6%	12,1%	7,5%	5,1%	4,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Marża brutto na sprzedaży	36,4%	39,6%	42,1%	43,3%	43,5%	43,3%	43,1%	43,0%	42,9%	42,8%	42,7%	42,6%
Marża EBITDA	31,8%	33,8%	36,1%	36,8%	36,0%	35,9%	35,9%	35,8%	35,7%	35,7%	35,6%	35,5%
Marża EBIT	23,6%	26,6%	29,6%	30,4%	30,5%	30,5%	30,6%	30,6%	30,7%	30,7%	30,8%	30,8%
Marża netto	19,7%	22,1%	24,4%	25,1%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%
COGS / przychody	63,6%	60,4%	57,9%	56,7%	56,5%	56,7%	56,9%	57,0%	57,1%	57,2%	57,3%	57,4%
SG&A / przychody	13,0%	13,1%	12,7%	13,2%	13,2%	13,0%	12,7%	12,6%	12,4%	12,3%	12,1%	12,0%
SG&A / COGS	20,4%	21,8%	21,8%	23,3%	23,5%	22,9%	22,4%	22,1%	21,8%	21,5%	21,2%	20,9%
ROE	11,0%	12,6%	15,1%	16,7%	17,7%	18,4%	19,0%	19,5%	20,1%	20,6%	21,1%	21,7%
ROA	10,0%	11,6%	14,0%	15,4%	16,3%	17,0%	17,6%	18,1%	18,5%	19,0%	19,5%	20,0%
Dług	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-57,5	-65,9	-67,7	-70,4	-71,7	-72,4	-73,1	-73,9	-74,4	-75,1	-75,6	-76,6
Dług netto / Kapitał własny	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-1,2	-1,3	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Dług netto / EBIT	-1,7	-1,6	-1,3	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
EV	669,4	660,9	659,2	656,4	655,2	654,4	653,7	652,9	652,5	651,7	651,2	672,0
Dług / EV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CAPEX/Przychody	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
CAPEX/Amortyzacja	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Amortyzacja/Przychody	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Zmiana KO / Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana KO / Zmiana przychodów	45,6	-49,7	9,6	23,8	25,9	27,7	29,1	30,3	31,2	32,2	33,3	34,4

Wskaźniki rynkowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S	5,0	4,8	4,3	3,9	3,7	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0
P/E	25,4	21,7	17,5	15,7	14,6	13,9	13,3	12,9	12,5	12,1	11,7	11,6
P/CE	18,0	16,4	13,8	12,7	11,9	11,4	11,0	10,7	10,4	10,1	9,8	9,8
EV/EBITDA	14,5	12,9	10,7	9,7	9,2	8,8	8,4	8,2	7,9	7,7	7,5	7,5
EV/EBIT	19,6	16,3	13,1	11,7	10,9	10,3	9,9	9,6	9,2	8,9	8,6	8,6
EV/S	4,6	4,4	3,9	3,6	3,3	3,2	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	2,7
BVPS	7,8	8,0	8,2	8,3	8,5	8,5	8,6	8,6	8,7	8,8	8,8	8,6
EPS	0,9	1,0	1,2	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9
CEPS	1,2	1,3	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2
Dywidenda [mln PLN]	26,7	28,4	33,4	41,4	46,4	49,9	52,4	54,7	56,5	58,3	60,3	62,3
DPS	0,8	0,9	1,0	1,2	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8
Dyyield	4%	5%	6%	6%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Payout ratio	99,6%	99,4%	99,7%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

Strategia, finanse/banki media/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzystian Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	24,6	-	-	20.12.2016	12:06 CEST	21,8	51 410

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'16:

Kupuj	6	38%
Akumuluj	8	50%
Trzymaj	2	13%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
ROA - stosunek zysku netto do aktywów
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowo inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentem finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowo inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 20.12.2016 roku (12:06 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 23.12.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 20.12.2016 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.