

Trzymaj, 48,50 PLN

Podtrzymana

25 sierpnia 2020 r., 07:30

Solidny Popyt na Cyfrowe (Płatności)

Asseco SEE zaraportowało silne wyniki za 1 poł. 2020 r. i solidny portfel zamówień na 2020 r. (+19% na przychodach i +15% na pierwszej marży). W związku z tym, podnosimy nasze prognozy (o ok. 15% na poziomie zysku operacyjnego w 2020 r.). Negatywny wpływ pandemii koronawirusa na działalność spółki jest raczej ograniczony (oczekujemy największej presji na niezależną sieć bankomatów MoneyGet, która w tym roku może wygenerować ponad 0,5 mln EUR straty). W tym samym czasie, spółka korzysta na silnych trendach cyfryzacji (wyższy popyt banków na rozwiązania multikanalowe, wzrost w e-commerce i solidne wyniki bankomatów). Doceniamy perspektywę wzrostu, defensywną naturę spółki i silny bilans. Uważamy jednak, że jest to już zdyskontowane przez rynek. Podtrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj i podnosimy naszą cenę docelową do 48,5 PLN na akcję.

Banki mogą szukać oszczędności, ale IT jest ostatnie na liście

Z jednej strony, w krótkim terminie banki mogą szukać oszczędności kosztowych, jako że będą mocno obciążone kryzysem związanym z pandemią koronawirusa (niższe stopy procentowe, wyższe koszty złych długów itp.). Z drugiej strony, widzimy raczej ograniczone ryzyko z tym związane dla Asseco SEE, ponieważ: (1) infrastruktura bankomatów/terminali płatniczych w Europie Południowowschodniej wciąż nie jest w pełni dojrzała i istnieje przestrzeń do dalszych inwestycji; (2) Asseco SEE ma znaczące udziały rynkowe w krajach, a liczba poważnych konkurentów jest ograniczona. Dodatkowo, w ostatnim czasie banki zwiększyły swoje wydatki na IT (zwłaszcza dot. produktów multikanalowych, ułatwiających zdalną obsługę klientów).

Wspierające trendy cyfryzacji

W krótkim terminie szacujemy negatywny wpływ kryzysu związanego z koronawirusem na wyniki spółki (zwłaszcza dot. niezależnej sieci bankomatów MoneyGet, które może wygenerować 0,5-1,0 mln EUR straty w 2020P – zakładamy najwyższy wpływ r/r w 3Q20). W dłuższym terminie, jednak, widzimy szanse dla spółki w związku z silniejszymi trendami cyfryzacji (zwiększony popyt na wielokanałową bankowość, e-commerce oraz bankomaty, które na Bałkanach stają się coraz ważniejszym kanałem komunikacji banków z klientami). Dodatkowo, silny portfel zamówień (po 2Q20 +15% r/r na cały 2020 r. na poziomie pierwszej marży) również powinien przełożyć się na wzrost.

Gotówka netto + silny FCF = dywidenda + akwizycje

Uważamy, że Asseco SEE będzie kontynuowało swoją strategię konsolidacji rynków, na których działa (zwłaszcza w obszarze płatności). Spółka generuje solidny, rosnący FCF (~4-5% kapitalizacji) i ma gotówkę netto, dlatego też w naszej opinii, będzie w stanie zarówno dokonywać akwizycji, jak i wypłacać dywidendę (stopa dywidendy ok. 2-3%).

mln PLN	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	670	881	1 017	1 067	1 119
EBITDA	120	176	218	231	246
EBIT	74	110	140	152	168
Zysk netto	65	90	112	123	136
P/E	9,5	10,0	22,3	20,4	18,4
P/BV	0,8	1,1	2,9	2,7	2,4
EV/EBITDA	4,0	7,3	11,3	10,3	9,4
EPS	1,26	1,73	2,17	2,37	2,62
DPS	0,52	0,52	0,74	0,98	1,07
FCF	-	-	110	124	137
CAPEX	-40	-56	-51	-51	-51

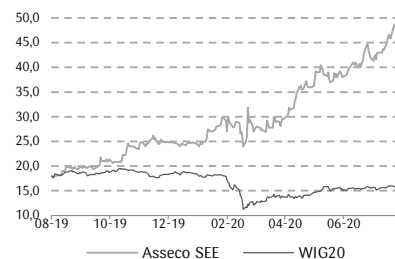
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	48,40
Upside	0%
Liczba akcji (mn)	51,89
Kapitalizacja (mln PLN)	2 511,68
Free float	49%
Free float (mln PLN)	1 229
Free float (mln USD)	331
EV (mln PLN)	2 462,13
Dług netto (mln PLN)	-75,35

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	1,5%
Odciecie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Asseco International	51,06
Aviva OFE	16,56
Aviva TFI	5,13
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	25-08-20 48,50
Trzymaj	03-06-20 41,00

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	1,7%	15,2%
3 miesiące	12,0%	34,8%
6 miesięcy	-11,8%	65,8%
12 miesięcy	-12,2%	170,4%
Min 52 tyg. PLN		17,80
Max 52 tyg. PLN		48,70
Średni dzienny obrót mln PLN		0,52

Analityk	
Małgorzata Żelazko, CFA	
+48 666 820 730	
malgorzata.zelazko@pkobp.pl	

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

P - Prognozy DM PKO BP

Czynniki ryzyka

- Negatywny wpływ pandemii koronawirusa na pozyskiwanie nowych kontraktów
- Potencjalny spadek poziomu inwestycji w IT przez instytucje finansowe
- Pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej i politycznej w regionie Europy Południowo-Wschodniej
- Wzrost poziomu konkurencji na rynku IT w regionie Europy Południowo-Wschodniej
- Presja płacowa na rynku specjalistów IT
- Wzrost udziału płatności bezgotówkowych i spadek popytu na bankomaty.
- Ryzyko walutowe związane z prowadzeniem działalności na wielu rynkach (głównie Europa Południowo-Wschodnia, Turcja)

Wycena

Nasza wycena opiera się na modelu DCF.

Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej (2020P-2025P) prognozujemy wszystkie kluczowe parametry wpływające na wartość spółki. W fazie drugiej zakładamy wzrost równy 2%.

Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka dla PLN jest przyjęta na poziomie 2%, co odzwierciedla rentowność 10 letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 0,8x, co uwzględnia silną strukturę kapitałową spółki. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 9%, co związane jest ze stosunkowo wyższym ryzykiem krajów, na których działa spółka (przede wszystkim region Europy Południowo-Wschodniej i Turcja). Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2020 r., dodajemy gotówkę netto (bez uwzględnienia leasingów) i odejmujemy zobowiązania związane z przejęciami (opcje put i warunkowe płatności za pakiet kontrolny akcji).

Główne założenia do wyceny:

- Szacujemy dwucyfrową dynamikę wzrostu przychodów z e-commerce. Jednocześnie spodziewamy się średniego jednocyfrowego wzrostu przychodów z rozwiązań dla bankowości i terminali płatniczych POS. Dla linii bankomatowej spodziewamy się niskiego do średniego jednocyfrowego wzrostu.
- Zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 18%, co uwzględnia stawki CIT w krajach działalności oraz podatek od dystrybucji dywidend spoza UE.
- Przyjęliśmy kurs EUR/PLN na poziomie 4,4 w 2020 r. i 4,35 od 2021 r.

Model DCF							
mln PLN	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2025P<
EBIT	140,2	151,7	167,7	181,6	191,5	200,4	205,7
Stopa podatkowa	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
NOPLAT	115,0	124,4	137,5	148,9	157,0	164,3	168,7
CAPEX	-51,1	-51,3	-51,5	-51,7	-51,9	-52,0	-53,0
Amortyzacja	77,3	79,4	78,6	77,8	77,1	76,8	77,0
Leasingi	-24,0	-24,0	-24,0	-24,0	-24,0	-24,0	-24,0
Zmiany w kapitale obrotowym	-7,0	-4,1	-3,6	-2,8	-2,7	-2,1	-2,7
FCFF	110,2	124,4	137,1	148,2	155,6	163,0	166,0
WACC		9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	
Współczynnik dyskonta		0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	
DFCF		114,2	115,3	114,3	110,0	105,7	
Wzrost w fazie II	2,0%						
Suma DFCF - Faza I	559,5						
Suma DFCF - Faza II	1 704,6						
Wartość Firmy (EV)	2 264,1						
Dług netto (bez leasingów)	-140,4						
Kapitały mniejszości	25,8						
Wartość godziwa	2 378,7						
Liczba akcji (mln szt.)	51,9						
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2020	45,8						
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	48,5						
Cena bieżąca	48,40						
Oczekiwana stopa zwrotu	0,3%						

Źródło: prognozy BM PKO BP

WACC							
	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2025P<
Stopa wolna od ryzyka	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Premia za ryzyko długu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Koszt kapitału własnego	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Koszt długu	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Waga kapitału własnego	96,0%	95,8%	98,2%	98,0%	97,9%	97,8%	85,0%
Waga długu	4,0%	4,2%	1,8%	2,0%	2,1%	2,2%	15,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	8,3%

Źródło: prognozy BM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	7,3%	48,5	51,5	55,1	59,4	64,6
	7,8%	46,0	48,5	51,5	55,1	59,4
	8,3%	43,8	46,0	48,5	51,5	55,1
	8,8%	41,8	43,8	46,0	48,5	51,5
	9,3%	40,2	41,8	43,8	46,0	48,5

Źródło: BM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	487	571	571	670	881	1 017	1 067	1 119	1 168
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-362	-434	-427	-509	-667	-754	-786	-816	-845
Zysk brutto ze sprzedaży	125	136	144	161	215	263	281	303	323
EBITDA	83	94	106	120	176	218	231	246	259
Koszty sprzedaży	-37	-38	-35	-47	-53	-61	-64	-67	-70
Koszty ogólnego zarządu	-36	-42	-43	-39	-54	-62	-65	-68	-71
Pozostałe przychody operacyjne	3	2	1	2	4	0	0	0	0
Pozostałe koszty operacyjne	-2	-1	-2	-2	-2	0	0	0	0
Zysk z działalności operacyjnej	53	57	66	74	110	140	152	168	182
Zysk z udziałów w jednostkach podporządkowanych	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	54	61	67	78	110	139	152	168	183
Podatek dochodowy	-10	-9	-12	-13	-19	-25	-27	-30	-33
Zyski (straty) mniejszości	0	0	0	0	1	2	2	2	2
Zysk (strata) netto	44	52	55	65	90	112	123	136	148
Bilans	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa Trwałe	614	643	631	628	781	779	775	772	770
Wartości niematerialne i prawne	522	536	493	492	554	556	557	557	558
Rzeczowe aktywa trwałe	86	102	132	129	212	208	203	199	196
Inwestycje	0	0	0	1	5	5	5	5	5
Pozostałe aktywa długoterminowe	5	5	5	6	11	11	11	11	11
Aktywa Obrotowe	235	304	288	362	468	469	555	621	711
Zapasy	16	23	25	17	37	41	41	41	41
Należności	104	143	136	161	199	218	227	236	244
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	12	14	10	15	32	32	32	32	32
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	104	123	117	169	200	178	254	312	394
Aktywa razem	849	946	918	990	1 250	1 248	1 330	1 393	1 481
Kapitał Własny	688	732	719	765	800	874	947	1 028	1 107
Kapitały mniejszości	0	2	2	2	2	2	2	2	2
Zobowiązania	161	214	199	224	450	373	383	365	374
Zobowiązania długoterminowe	29	29	29	22	124	66	68	56	58
Kredyty i pożyczki	27	25	24	18	91	53	56	44	46
Pozostałe rezerwy	3	5	6	4	33	13	12	12	12
Zobowiązania krótkoterminowe	131	185	170	202	326	307	315	309	316
Kredyty i pożyczki	21	24	24	32	83	48	51	40	42
Pozostałe rezerwy	45	62	32	36	50	50	50	50	50
Zobowiązania handlowe i pozostałe	65	95	82	102	138	154	159	164	169
Pasywa razem	849	946	918	990	1 250	1 248	1 330	1 393	1 481
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	75	88	94	121	159	183	198	211	223
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-42	-38	-65	-43	-103	-72	-52	-51	-52
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-20	-30	-24	-28	-25	-134	-70	-102	-88
Wskaźniki (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
ROE	6,4%	7,3%	7,6%	8,8%	11,5%	13,4%	13,5%	13,8%	13,8%
Dług netto	-53,0	-71,0	-68,2	-114,9	-26,4	-75,3	-147,1	-227,4	-306,3

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynekowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(sektor IT, telekomunikacja, media)	(022) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl

Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczeńko		(022) 521 79 69	michal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wysomirski		(022) 521 78 39	ewald.wysomirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa tych raportów.

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

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

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

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

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

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

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

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

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

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

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

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

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
 ROA - stopa zwrotu z aktywów
 EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

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

Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

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

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

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

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

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

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

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

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

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Asseco SEE	-

Objaśnienia:

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

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

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

Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

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

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

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

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

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

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

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

Poniżej wykaz rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	
Asseco SEE	Kupuj	2019-07-19	20,50	16,8	2511,7	9,5	10,0	22,3	4,0	7,3	11,3	Małgorzata Żelazko
Apator	Trzymaj	2019-07-22	24,30	24,3	623,4	10,7	13,1	9,8	7,0	6,5	6,4	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-07-26	105,00	85,5	450,5	nm	nm	nm	0,0	0,0	0,0	Dawid Górzyński
ZE PAK	Trzymaj	2019-07-26	7,50	7,0	473,5	nm	nm	15,7	5,1	1,7	3,4	Andrzej Rembelski
Asseco SEE	Trzymaj	2019-11-19	25,00	23,8	2511,7	9,5	10,0	22,3	4,0	7,3	11,3	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Trzymaj	2019-12-04	7,80	7,4	473,5	nm	nm	15,7	5,1	1,7	3,4	Andrzej Rembelski
Apator	Trzymaj	2019-12-05	22,5	21,10	623,4	10,7	13,1	9,8	7,0	6,5	6,4	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-12-16	100,00	60,2	450,5	nm	nm	nm	0,00	0,00	0,0	Dawid Górzyński
Asseco SEE	Trzymaj	2020-03-16	27,20	25	2511,7	9,5	10,0	22,3	4,0	7,3	11,3	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Sprzedaj	2020-04-24	6,50	7,66	473,5	nm	nm	15,7	5,1	1,7	3,4	Andrzej Rembelski
Apator	Trzymaj	2020-04-29	19,5	19,00	450,5	nm	nm	nm	0,0	0,0	0,0	Piotr Łopaciuk
Mabion	Trzymaj	2020-04-29	23	22,80	623,4	10,7	13,1	9,8	7,0	6,5	6,4	Dawid Górzyński
Asseco SEE	Trzymaj	2020-06-03	41	40,40	2511,7	9,5	10,0	22,3	4,0	7,3	11,3	Małgorzata Żelazko
MLP Group	Kupuj	2020-07-31	95	72,50	1358,5	8,6	6,5	7,8	21,2	28,3	26,5	Piotr Zybała
Asseco SEE	Trzymaj	2020-08-25	48,5	48,40	2511,7	9,5	10,0	22,3	4,0	7,3	11,3	Małgorzata Żelazko

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu