

Trzymaj, 41,00 PLN

Podtrzymana

03 czerwca 2020 r., 07:30

W stronę zdalnego dostępu

Asseco SEE zaraportowało silne wyniki za 1Q20 i solidny portfel zamówień na 2020 (+31% r/r na przychodach, +16% r/r na pierwszej marży). Zakładamy, że kryzys związany z epidemią koronawirusa, z jednej strony może negatywnie przełożyć się na niektóre linie biznesowe (niezależna sieć bankomatów, BPO) oraz spowodować opóźnienie się/zawieszenie nowych projektów. Z drugiej strony, uważamy, że silniejsze trendy cyfryzacji będą wspierać wzrost w długim terminie (tj. e-commerce, multikanałowe rozwiązania dla bankowości). Podobają nam się perspektywy wzrostu, defensywna natura spółki i silny bilans, jednak uważamy, że jest to już w pełni zdyskontowane. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj i podnosimy cenę docelową do 41 PLN na akcję.

Silniejsze trendy cyfryzacji powinny wspierać wzrost w długim terminie

Podczas gdy w krótkim terminie spodziewamy się presji na wyniki w związku z pandemią koronawirusa (większe straty niezależnej sieci bankomatów MoneyGet, gorsze wyniki call centers i mniejszy wolumen procesowania), w długim terminie widzimy szanse dla spółki związane z silniejszymi trendami cyfryzacji, zwłaszcza w obszarze wielokanałowej bankowości oraz e-commerce. Biznes Asseco SEE opiera się w większości na długoterminowych kontraktach. Solidny backlog (na 2020 +16% na pierwszej marży) również powinien wspierać wyniki.

Banki mogą szukać oszczędności kosztowych, ale potrzebują cyfryzacji

W krótkim terminie, sektor bankowy (który jest bardzo obciążony kryzysem związanym z pandemią), może próbować szukać oszczędności kosztowych, wliczając w to potencjalną redukcję wydatków na IT, bankomaty, terminale płatnicze. Jednak w długim terminie, naszym zdaniem, negatywny wpływ będzie ograniczony: (1) infrastruktura bankomatowa / terminali płatniczych w Europie Południowo-wschodniej jest w dużej mierze wciąż nienasycona/niedoinwestowana; (2) liczba poważnych konkurentów ASEE jest ograniczona, a spółka ma znaczące udziały w rynkach na których działa. Dodatkowo, w trakcie lockdownu instytucje finansowe zwiększały swoje wydatki na multikanałowe rozwiązania, służące do obsługi komunikacji online.

Gotówka netto daje przestrzeń na dywidendę i akwizycje

Spodziewamy się, że spółka będzie kontynuować strategię konsolidacji rynków na których działa, zwłaszcza w segmencie płatności. Dzięki silnemu bilansowi (ok. 7 mln PLN gotówki netto na koniec 1Q20), uważamy, że Asseco SEE będzie w stanie dalej przejmować oraz wypłacać dywidendę (stopa dywidendy 2-3%).

mln PLN	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	670	881	961	1 019	1 064
EBITDA	120	176	187	209	222
EBIT	74	110	121	142	155
Zysk netto	65	90	98	115	126
P/E	9,5	10,0	21,5	18,2	16,6
P/BV	0,8	1,1	2,4	2,3	2,1
EV/EBITDA	4,0	7,3	11,1	9,6	8,7
EPS	1,26	1,73	1,88	2,22	2,43
DPS	0,52	0,52	0,74	0,85	1,00
FCF	-	-	93	107	120
CAPEX	-40	-56	-51	-51	-51

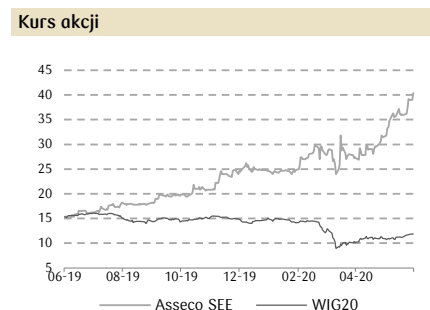
P - Prognozy DM PKO BP

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	40,40
Upside	1%
Liczba akcji (mn)	51,89
Kapitalizacja (mln PLN)	2 096,53
Free float	49%
Free float (mln PLN)	1 026
Free float (mln USD)	262
EV (mln PLN)	2 068,12
Dług netto (mln PLN)	-58,97

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	1,8%
Odciecie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Asseco International	51,06
Aviva OFE	17,18
Aviva TFI	5,12
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa	
Trzymaj	16-03-20	27,20



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	8,5%	28,7%
3 miesiące	-1,8%	44,3%
6 miesięcy	-20,4%	68,3%
12 miesięcy	-22,5%	162,3%
Min 52 tyg. PLN		15,00
Max 52 tyg. PLN		40,40
Średni dzienny obrót mln PLN		0,45

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

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

Czynniki ryzyka

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

Wycena

Nasza wycena opiera się na modelu DCF.

Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej (2020P-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 2019 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 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 związku z ekspozycją spółki na rozwijające się kraje Europy Południowo Wschodniej, przyjmujemy premię za ryzyko rynkowe (equity risk premium) na poziomie 9%.
- Nasza wycena jest przed-IFRS 16: oznacza to, że koszty leasingów obciążają FCFF, a dług netto uwzględnia zobowiązań leasingowych.

Model DCF							
mln PLN	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2025P<
EBIT	120,5	142,3	154,7	167,2	175,6	183,9	186,6
Stopa podatkowa	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
NOPLAT	98,8	116,6	126,9	137,1	144,0	150,8	153,1
CAPEX	-50,8	-51,1	-51,3	-51,4	-51,6	-51,7	-53,0
Amortyzacja (bez amortyzacji praw do użytkowania)	49,2	49,6	50,1	50,5	50,8	51,1	53,0
Zmiany w kapitale obrotowym	-4,6	-7,8	-5,5	-5,3	-4,5	-4,4	-2,8
FCFF	92,6	107,4	120,2	130,8	138,7	145,7	150,3
WACC	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	
Współczynnik dyskonta	0,92	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	
DFCF	84,8	90,1	92,3	92,0	89,3	85,9	
Wzrost w fazie II	2,0%						
Suma DFCF - Faza I	534,4						
Suma DFCF - Faza II	1 283,7						
Wartość Firmy (EV)	1 818,2						
Dług netto (bez leasingów)	-91,4						
Kapitały mniejszości	30,6						
Wartość godziwa	1 879,0						
Liczba akcji (mln szt.)	51,9						
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	36,2						
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	41,0						
Cena bieżąca	40,40						
Oczekiwana stopa zwrotu	1,6%						

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	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	95,0%
Waga długu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%
WACC	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	8,9%

Źródło: prognozy BM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	7,9%	41,0	43,2	45,8	48,8	52,5
	8,4%	39,2	41,0	43,2	45,8	48,8
	8,9%	37,5	39,2	41,0	43,2	45,8
	9,4%	36,0	37,5	39,2	41,0	43,2
	9,9%	34,7	36,0	37,5	39,2	41,0

Źródło: BM PKO BP

Analiza porównawcza

Asseco SEE jest notowane z 10-40% dyskontem w stosunku do spółek porównywalnych, zarówno z sektora producentów oprogramowania, jak i z sektora płatności. W naszej opinii, pewne dyskonto jest uzasadnione z powodu wyższego poziomu ryzyka w krajach, na których działa grupa (głównie Bałkany).

Wskaźniki spółek porównywalnych

Spółka	Kraj	Stopa dywidendy		P/E		EV/EBITDA	
		2020P	2021P	2020P	2021P	2020P	2021P
<u>Oprogramowanie:</u>							
Asseco Poland	Polska	4,4%	4,6%	17,6	16,1	14,0	12,9
Comarch	Polska	0,9%	3,8%	12,8	12,3	5,6	5,2
Asseco Business Solutions	Polska	5,5%	6,3%	16,4	15,9	10,4	10,1
Microsoft	USA	1,1%	1,2%	32,1	29,5	20,3	18,6
SAP	Niemcy	1,4%	1,6%	23,0	20,4	16,2	14,4
Oracle	USA	1,8%	1,9%	13,8	12,9	10,3	10,2
Capgemini	Francja	1,8%	2,2%	14,8	12,6	7,7	6,9
Adobe Systsems	USA	0,0%	0,0%	40,1	35,2	31,3	26,3
Atos	Francja	2,0%	2,3%	9,8	8,8	6,8	6,5
Guidewire Software	USA	0,0%	0,0%	129,2	85,3	87,4	55,2
Infosys	Indie	3,0%	3,4%	18,2	18,7	12,6	12,7
PTC	USA	0,0%	0,0%	35,1	27,6	23,8	18,4
Constellation Software	Kanada	0,4%	0,4%	37,2	30,8	23,0	19,0
Sage Group	UK	2,5%	2,6%	26,4	25,0	16,0	16,5
Intuit	USA	0,7%	0,8%	41,4	36,1	27,1	24,2
Reply	Włochy	0,7%	0,8%	26,2	22,7	14,2	12,7
Sopra Steria Group	Francja	1,6%	2,0%	15,1	10,9	7,9	6,7
NNIT	Dania	2,6%	2,8%	19,8	17,3	8,1	7,5
Softcat	UK	2,4%	2,9%	31,1	29,2	23,7	22,3
Fiserv	USA	0,0%	0,0%	24,7	20,4	17,0	15,4
MEDIANA (oprogramowanie)		1,5%	1,9%	23,9	20,4	15,1	13,7
<u>Płatności:</u>							
Euronet Worldwide	USA	0,0%	0,0%	59,7	19,3	21,7	10,4
FIS	UK	1,1%	1,1%	25,6	20,8	20,1	17,4
Ingenico	Francja	0,9%	1,0%	29,2	25,2	17,5	15,8
Wirecard	Niemcy	0,3%	0,4%	17,5	13,2	9,9	7,6
MEDIANA (płatności)		0,6%	0,7%	27,4	20,1	18,8	13,1
Asseco South Eastern Europe	Polska	2,1%	2,5%	21,0	17,8	10,8	9,4
dyskontodo producentów oprogramowania				12%	13%	28%	31%
dyskonto do spółek z sektora płatności				23%	11%	43%	28%

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	487	571	571	670	881	961	1 019	1 064	1 107
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-362	-434	-427	-509	-667	-724	-754	-780	-806
Zysk brutto ze sprzedaży	125	136	144	161	215	237	266	284	301
EBITDA	83	94	106	120	176	187	209	222	235
Koszty sprzedaży	-37	-38	-35	-47	-53	-58	-61	-64	-67
Koszty ogólnego zarządu	-36	-42	-43	-39	-54	-59	-62	-65	-68
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	121	142	155	167
Zysk z udziałów w jednostkach podporządkowanych	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	54	61	67	78	110	121	143	156	169
Podatek dochodowy	-10	-9	-12	-13	-19	-22	-26	-28	-30
Zyski (straty) mniejszości	0	0	0	0	1	1	2	2	2
Zysk (strata) netto	44	52	55	65	90	98	115	126	137
Bilans	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa Trwałe	614	643	631	628	781	783	785	786	787
Wartości niematerialne i prawne	522	536	493	492	554	556	557	558	559
Rzeczowe aktywa trwałe	86	102	132	129	212	212	212	212	212
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	423	503	573	653
Zapasy	16	23	25	17	37	40	42	44	45
Należności	104	143	136	161	199	210	221	229	237
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	12	14	10	15	32	32	32	32	32
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	104	123	117	169	200	141	208	268	339
Aktywa razem	849	946	918	990	1 250	1 207	1 287	1 359	1 440
Kapitał Własny	688	732	719	765	800	860	931	1 005	1 079
Kapitały mniejszości	0	2	2	2	2	2	2	2	2
Zobowiązania	161	214	199	224	450	347	356	354	361
Zobowiązania długoterminowe	29	29	29	22	124	55	58	54	56
Kredyty i pożyczki	27	25	24	18	91	43	45	42	43
Pozostałe rezerwy	3	5	6	4	33	13	12	12	12
Zobowiązania krótkoterminowe	131	185	170	202	326	292	299	300	306
Kredyty i pożyczki	21	24	24	32	83	39	41	38	40
Pozostałe rezerwy	45	62	32	36	50	50	50	50	50
Zobowiązania handlowe i pozostałe	65	95	82	102	138	148	153	157	161
Pasywa razem	849	946	918	990	1 250	1 207	1 287	1 359	1 440
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	75	88	94	121	159	159	174	188	199
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-42	-38	-65	-43	-103	-71	-52	-51	-51
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-20	-30	-24	-28	-25	-147	-56	-76	-77
Wskaźniki (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Dług netto	-53,0	-71,0	-68,2	-114,9	-26,4	-59,0	-120,7	-188,1	-255,5

Źródło: prognozy DM PKO BP

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 uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należyłą 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 sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendację 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 rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

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

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

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

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

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	1567,2	9,5	10,0	15,9	4,0	7,3	8,2	Małgorzata Żelazko
Apator	Trzymaj	2019-07-22	24,30	24,3	556,1	10,7	13,1	8,8	7,0	6,5	5,85	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-07-26	105,00	85,5	322,0	nm	nm	nm	0,00	0,00	0,00	Dawid Górzyński
ZE PAK	Trzymaj	2019-07-26	7,50	7,0	375,9	nm	nm	12,5	5,1	1,7	2,9	Andrzej Rembelski
Asseco SEE	Trzymaj	2019-11-19	25,00	23,8	1567,2	9,5	10,0	15,9	4,0	7,3	8,2	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Trzymaj	2019-12-04	7,80	7,4	375,9	nm	nm	12,5	5,1	1,7	2,9	Andrzej Rembelski
Apator	Trzymaj	2019-12-05	22,5	21,10	556,1	10,7	13,1	8,8	7,0	6,5	5,85	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-12-16	100,00	60,2	322,0	nm	nm	nm	0,00	0,00	0,00	Dawid Górzyński

Asseco SEE	Trzymaj	2020-03-16	27,20	25	1567,2	9,5	10,0	15,9	4,0	7,3	8,2	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Sprzedaj	2020-04-24	6,50	7,66	375,9	nm	nm	12,5	5,1	1,7	2,9	Andrzej Rembelski
Apator	Trzymaj	2020-04-29	19,5	19,00	556,1	10,7	13,1	8,8	7,0	6,5	5,85	Piotr Łopaciuk
Mabion	Trzymaj	2020-04-29	23	22,80	322,0	nm	nm	nm	0,0	0,0	0,00	Dawid Górzyński
Asseco SEE	Trzymaj	2020-06-03	41	40,40	2096,5	9,5	10,0	21,5	4,0	7,3	11,06	Małgorzata Żelazko

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu