



Bałkański Łącznik

Asseco South Eastern Europe jest spółką IT działającą głównie w regionie Europy Południowo-Wschodniej i w Turcji. Najważniejszym segmentem spółki są rozwiązania w obszarze płatności. ASEE zajmuje się również usługami dla bankowości oraz integracją systemów. Na początku 2019 r. grupa kupiła większościowy pakiet udziałów w Necomplusie, spółce z branży płatności, działającej w Hiszpanii, Portugalii i Ameryce Łacińskiej. W najbliższych latach spodziewamy się najszybszego wzrostu przychodów w segmencie płatności, głównie w obsłudze terminali płatniczych, e-commerce i przetwarzaniu płatności. Oczekujemy, że ASEE będzie kontynuować strategię akwizycji, jednak dzięki silnemu bilansowi (gotówka netto) i solidnym wolnym środkom pieniężnym, będzie również wypłacać dywidendę (zakładamy stopę dywidendy 3-5%). Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od rekomendacji Kupuj z ceną docelową 20,5 PLN na akcję.

Silne kompetencje w segmencie płatności

ASEE jest specjalistą w obsłudze płatności – zajmuje się obsługą terminali płatniczych i bankomatów, e-commerce i przetwarzaniem transakcji płatniczych. W 2017 r. grupa rozpoczęła pracę nad wydzieleniem segmentu płatności do osobnej spółki (Payten), która docelowo może być wprowadzona na giełdę. ASEE ma istotny udział w rynkach, zwłaszcza w krajach należących do byłej Jugosławii. W naszej opinii najbardziej obiecujące linie biznesowe segmentu to rozwiązania dla e-commerce, obsługa terminali płatniczych oraz przetwarzanie transakcji. Jednocześnie w długim terminie zakładamy niski jednocyfrowy wzrost w segmencie obsługi bankomatów.

Bardzo dobry 2019 r. i znaczna poprawa wyników w średnim terminie

W 2019 r. spodziewamy się bardzo dobrych wyników, zwłaszcza w segmencie płatności. Jest to potwierdzone bardzo silnym portfelem zamówień – nie uwzględniając akwizycji, backlog na 2019 r. zakłada dla całej grupy +11% na przychodach i +12% na marży brutto. Z kolei dla segmentu płatności, portfel zamówień na 2019 r. jest wyższy o +13% na przychodach i +22% na marży brutto. Głównym źródłem wzrostu jest e-commerce, przetwarzanie transakcji płatniczych, niezależna sieć bankomatów, a także rozwiązania dla bankowości w obszarze kanałów dostępu (omnichannel).

Wzrost, solidny bilans + wolne przepływy pieniężne

Spółka chce dalej dynamicznie rosnąć, zwłaszcza w segmencie płatności. Prezes spółki w udzielonym niedawno wywiadzie powiedział, że wzrost zysku operacyjnego o 50% w ciągu 3 lat jest realny – biorąc pod uwagę zarówno wzrost organiczny, jak i akwizycje (nie uwzględniając przejęć szacujemy, że zysk operacyjny w ciągu 3 lat zwiększy się o ok. 35%). W naszej opinii, dzięki gotówce netto (ok. 30 mln PLN na koniec 1Q19) i silnym wolnym przepływom pieniężnym, spółka będzie w stanie konsolidować rynek jednocześnie kontynuując wypłatę dywidend (zakładamy stopę dywidendy 3-5%).

mln PLN	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	571	670	795	846	880
EBITDA	106	120	149	154	163
EBIT	66	74	89	93	101
Zysk netto	55	65	74	77	84
P/E	11,2	9,5	11,8	11,3	10,4
P/BV	0,9	0,8	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	5,7	4,0	5,3	4,9	4,4
EPS	1,06	1,26	1,42	1,48	1,61
DPS	0,52	0,52	0,54	0,74	0,80
FCF	-	-	69	73	82
CAPEX	-69	-40	-45	-45	-46

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	16,80
Upside	22%
Liczba akcji (mn)	51,89
Kapitalizacja (mln PLN)	871,82
Free float	49%
Free float (mln PLN)	426
Free float (mln USD)	112
EV (mln PLN)	793,02
Dług netto (mln PLN)	-78,80

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	3,1%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Asseco International	51,10
Aviva OFE	18,20
Aviva TFI	5,00
ASEE managers	4,30

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-0,2%	1,2%
3 miesiące	-1,9%	16,7%
6 miesięcy	-2,4%	33,3%
12 miesięcy	8,0%	42,4%
Min 52 tyg. PLN		10,70
Max 52 tyg. PLN		17,40
Średni dzienny obrót mln PLN		0,13

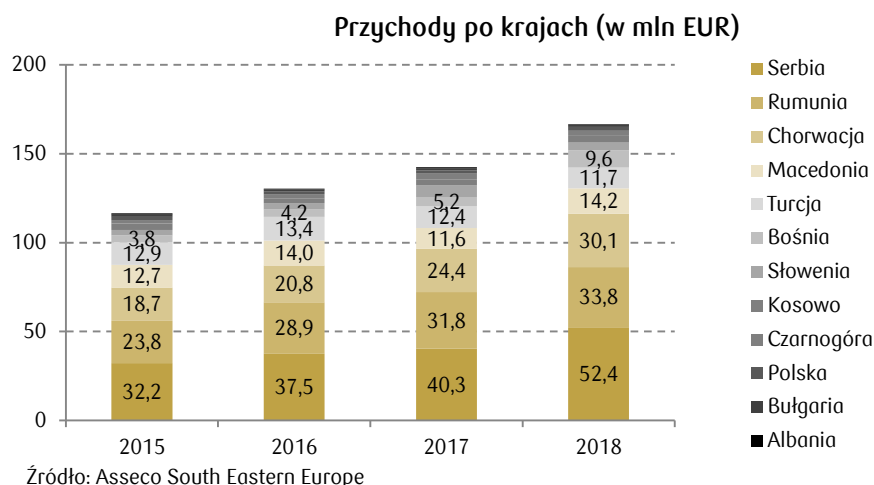
Analityk	
Małgorzata Żelazko, CFA	
+48 22 521 52 04	
malgorzata.zelazko@pkobp.pl	

Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

Argumenty inwestycyjne

Ekspozycja na rozwijające się kraje Europy Południowo-Wschodniej, Turcję oraz Amerykę Łacińską

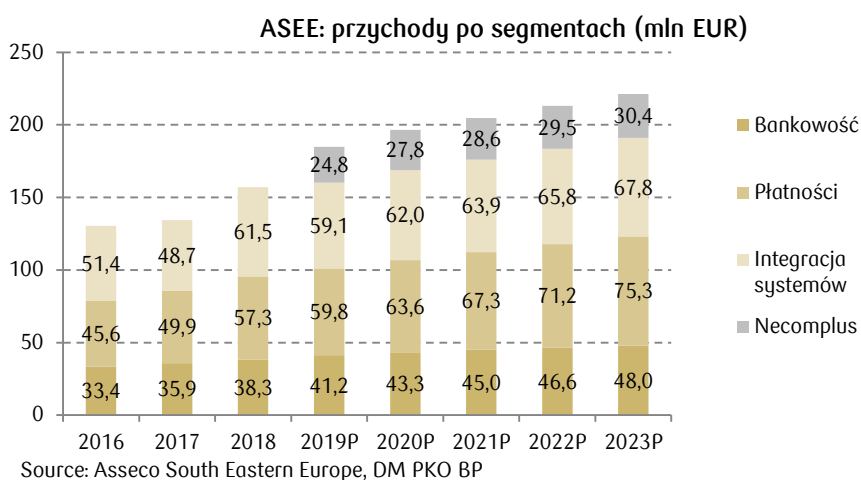
ASEE posiada silną pozycję na rynku IT w regionie Europy Południowo Wschodniej – najwięcej przychodów generuje w Serbii, Rumunii, Chorwacji, Macedonii, Turcji i Bośni. Dodatkowo, po przejęciu Necomplusa, ASEE dodało do swoich rynków również Hiszpanię, Portugalię, Peru, Kolumbię, Dominikanę i Andorrę. Spośród wyżej wymienionych, zwłaszcza kraje Ameryki Łacińskiej oferują wysoki potencjał wzrostu na rynku płatności.



Solidne kompetencje na rynku płatności i ekspozycja na rosnący rynek e-commerce i płatności kartowych

Asseco South Eastern Europe jest specjalistą w obsłudze płatności – zajmuje się obsługą terminali płatniczych i bankomatów, e-commerce i przetwarzaniem transakcji płatniczych. W 2017 r. grupa rozpoczęła pracę nad wydzieleniem segmentu płatności do osobnej spółki – Payten – która docelowo może być wprowadzona na giełdę. ASEE ma istotny udział w rynkach, zwłaszcza w krajach należących do byłej Jugosławii.

W naszej opinii najbardziej obiecujące linie biznesowe segmentu to rozwiązania dla e-commerce, obsługa terminali płatniczych oraz przetwarzanie transakcji. Jednocześnie w długim terminie zakładamy niski jednocyfrowy wzrost w segmencie obsługi bankomatów.

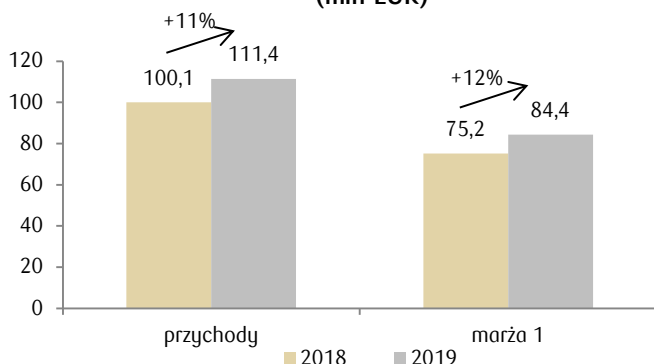


Silny portfel zamówień na 2019 r.

W 2019 r. spodziewamy się bardzo dobrych wyników, zwłaszcza w segmencie płatności. W kwietniu 2019 r. spółka przedstawiła swój portfel zamówień na 2019 r., który dla całej grupy zakłada 11% wzrost przychodów i 12% wzrost marży brutto. Z kolei dla segmentu płatności, portfel zamówień na 2019 r. to +13% na przychodach i +22% na marży brutto.

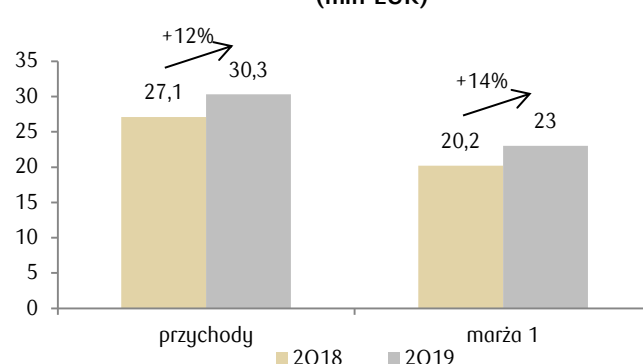
Głównym źródłem wzrostu jest e-commerce, przetwarzanie transakcji płatniczych, a także rozwiązania dla bankowości w obszarze kanałów dostępu (omnichannel). Wyniki w 2019 r. będą również pod wpływem konsolidacji Necomplusa od lutego 2019 r.

Portfel zamówień na 2019 r. dla całej grupy (mln EUR)



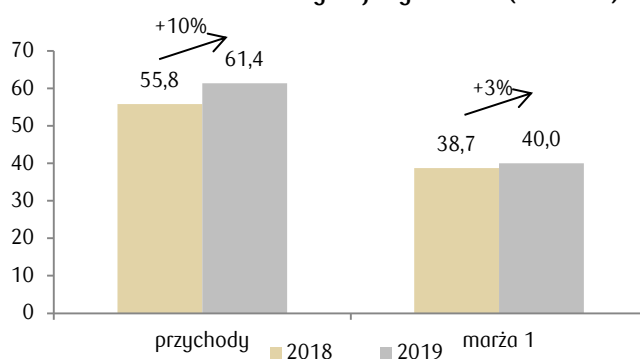
Źródło: ASEE; dane na dzień 23.04.2019, nie uwzględniają Necomplusa

Portfel zamówień na 2Q2019 dla całej grupy (mln EUR)



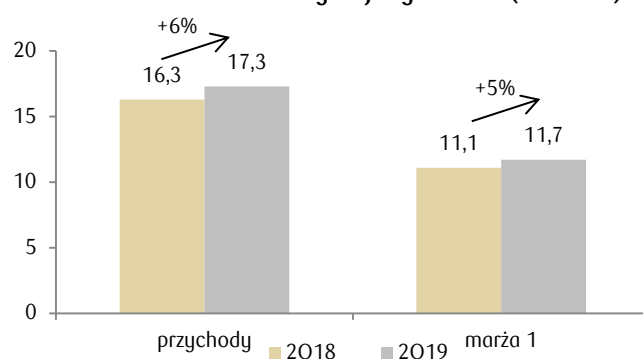
Źródło: ASEE; dane na dzień 23.04.2019, nie uwzględniają Necomplusa

Portfel zamówień na 2019 r. dla segmentu Bankowości i Integracji Systemów (mln EUR)



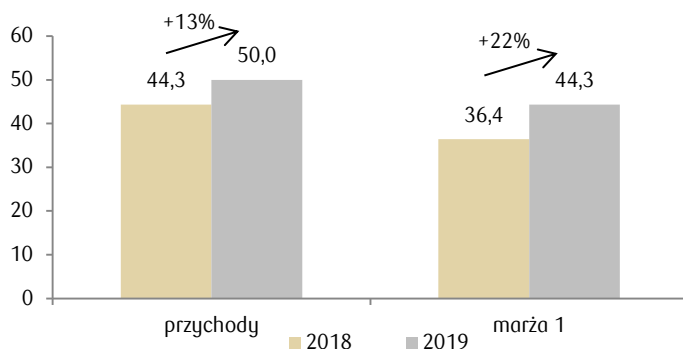
Źródło: ASEE; dane na dzień 23.04.2019, nie uwzględniają Necomplusa

Portfel zamówień na 2Q2019 dla segmentu Bankowości i Integracji Systemów (mln EUR)



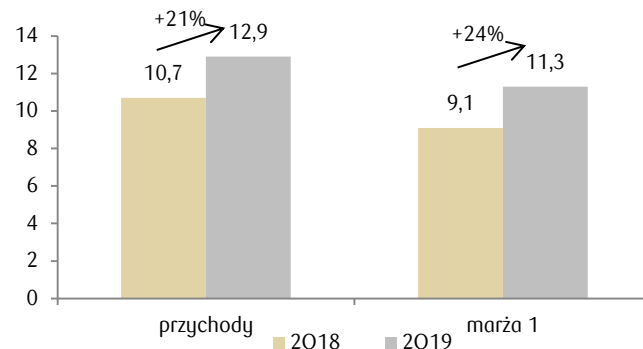
Źródło: ASEE; dane na dzień 23.04.2019, nie uwzględniają Necomplusa

Portfel zamówień na 2019 r. dla segmentu Płatności (mln EUR)



Źródło: ASEE; dane na dzień 23.04.2019, nie uwzględniają Necomplusa

Portfel zamówień na 2Q2019 dla segmentu Płatności (mln EUR)



Źródło: ASEE; dane na dzień 23.04.2019, nie uwzględniają Necomplusa

Cel: 50% wyższy zysk operacyjny w ciągu 3 lat

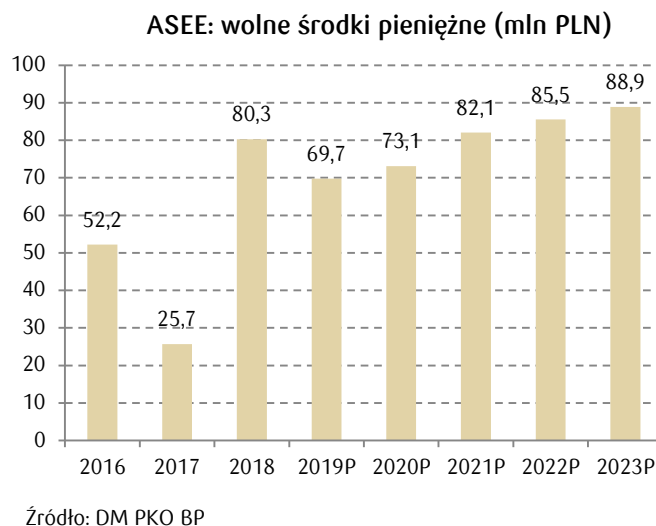
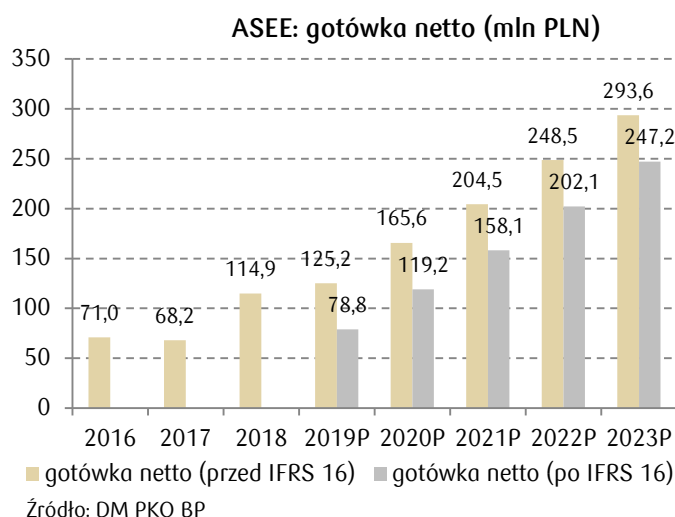
Prezes Asseco South Eastern Europe Piotr Jeleński w wywiadzie w czerwcu 2019 r. powiedział, że spółka chciałaby zwiększyć zysk operacyjny o 50% (rok bazowy to 2018 r.), co będzie możliwe zarówno dzięki wzrostowi organicznemu, jak i akwizycjom. Implikuje to, że zysk operacyjny ASEE w 2021 r. mógłby wynieść ok. 26 mln EUR, w porównaniu do 17,4 mln EUR w 2018 r.

Grupa chce zwiększać skalę swojego biznesu na rynkach na których działa. ASEE chce również wchodzić na nowe rynki, zwłaszcza mniej rozwinięte. Duży potencjał oferują również kraje Ameryki Łacińskiej (dołączone do grupy wraz z przejęciem Necomplusa) oraz Afryka, ze względu na wczesną fazę rozwoju rynku i niski poziom konkurencji. ASEE nie wyklucza również wchodzenia na rynki bardziej dojrzałe, jednak wymagałoby to współpracy z lokalnym partnerem.

Nasze szacunki zakładają zysk operacyjny w 2021 r. w wysokości 23 mln EUR (ok. 101 mln PLN), jednak prognozy te nie uwzględniają ewentualnych akwizycji.

Solidny bilans, dający przestrzeń na akwizycje i wypłatę dywidendy

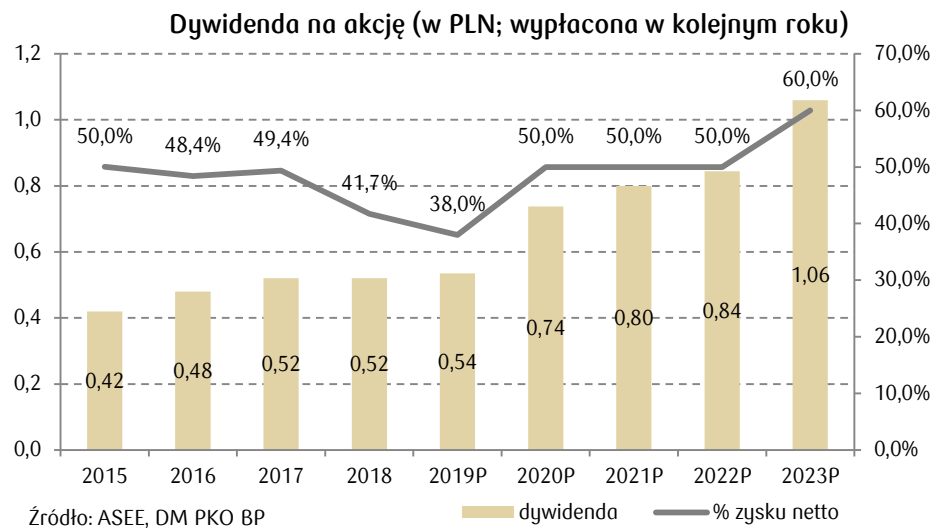
Asseco South Eastern Europe ma obecnie silny bilans (gotówkę netto) oraz generuje wysokie wolne przepływy pieniężne.



Grupa zamierza kontynuować strategię akwizycji, które będą mieć na celu wzmocnienie oferty w obszarze płatności zarówno jakościowo, jak i geograficznie, a także zdywersyfikują portfel produktów i usług. Celem jest umocnienie pozycji lidera w regionie, a także wejście na nowe rynki.

W naszej opinii, biorąc pod uwagę gotówkę netto i silne wolne przepływy pieniężne, spółka będzie w stanie konsolidować rynek jednocześnie kontynuując wypłatę dywidend.

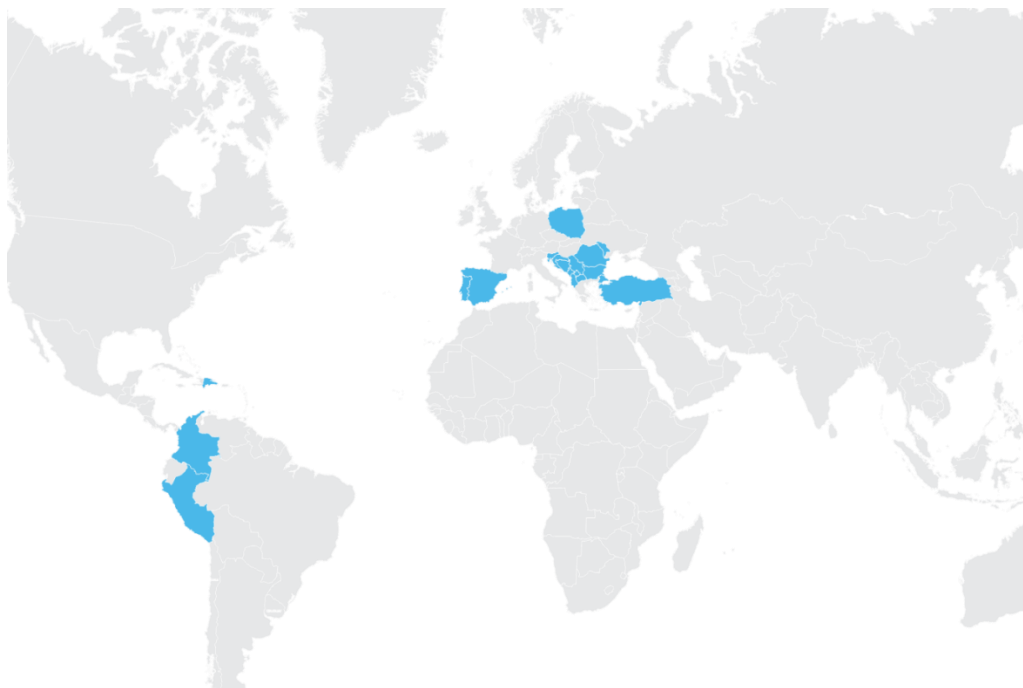
Polityka dywidendowa ASEE zakłada wypłatę dywidendy na poziomie 30-50% zysku netto. Zakładamy, że z powodu akwizycji, dywidenda za 2019 r. będzie prawie stabilna r/r. W naszej opinii jednak w dłuższym terminie, spółka będzie mogła wypłacać więcej niż 50% zysku.



Kraje, w których działa Asseco South Eastern Europe

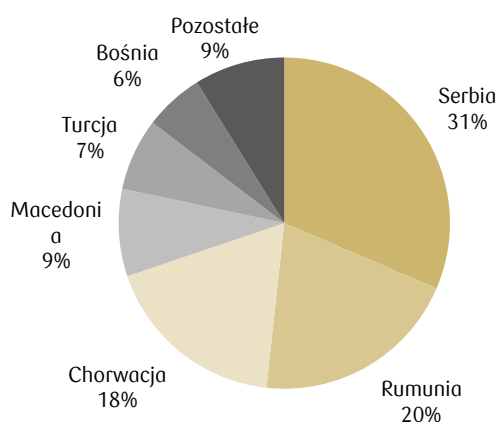
Asseco South Eastern prowadzi działalność przede wszystkim w krajach Europy Południowo-Wschodniej: na terenie krajów byłej Jugosławii (Bośnia i Hercegowina, Chorwacja, Czarnogóra, Macedonia, Słowenia, Serbia), w Bułgarii, Rumunii i Turcji. Po przejęciu Necomplusa na początku 2019 r., działalność grupy rozszerzyła się o Hiszpanię, Portugalię, Peru, Kolumbię i Dominikanę.

Mapa: działalność Asseco South Eastern Europe (włączając przejęcie Necomplusa)



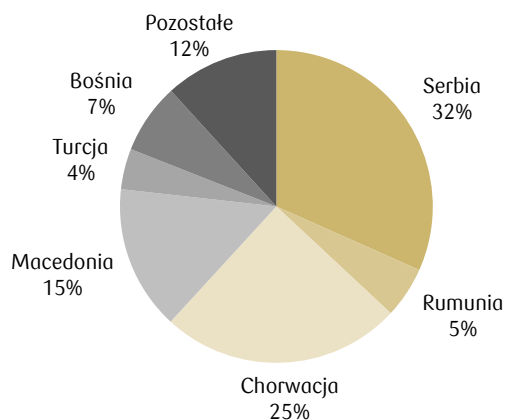
Największy udział w przychodach mają Serbia, Rumunia i Chorwacja.. Pod względem udziału w zysku operacyjnym, największe rynki to Serbia, Chorwacja, Macedonia.

ASEE: struktura przychodów w 2018 r.



Źródło: Asseco South Eastern Europe

ASEE: struktura zysku operacyjnego w 2018 r.



Źródło: Asseco South Eastern Europe

Dodatkowo, w ostatnich latach grupa realizowała projekty na innych rynkach, m.in. we Włoszech, w Maroku, Egipcie, Kazachstanie, Nigerii, na Malcie oraz w Arabii Saudyjskiej. Celem spółki w długim terminie jest rozszerzenie skali działalności poza Europą Południowo-Wschodnią, zwłaszcza w segmencie płatności, ze względu na specjalizację i kompetencje.

Większość rynków, na których działa Assecos South Eastern Europe, charakteryzuje się umiarkowanie stabilną sytuacją makroekonomiczną, z prognozowanym wzrostem PKB na poziomie 2-4% rocznie i niską jednocyfrową inflacją. Wyjątkiem jest Turcja, dla której Międzynarodowy Fundusz Walutowy oczekuje spadku PKB w 2019 r. i inflacji na poziomie przekraczającym 17%. Przyczyną tego są napięcia polityczne oraz strukturalne problemy w gospodarce, co przekłada się również na znaczące osłabienie liry tureckiej. ASEE zabezpiecza się przed negatywnymi skutkami przez zawieranie kontraktów w dolarze amerykańskim, lub też klauzule w kontraktach dot. indeksowania o inflację. W długim terminie jednak, trudniejsza sytuacja gospodarcza na tym rynku może skutkować obniżeniem poziomu inwestycji w IT w tym kraju, co będzie negatywnie wpływać na przychody ASEE realizowane w Turcji.

Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne krajów, w których działa ASEE

Kraj	ASEE: udział w przychodach (2018)	prognozowany wzrost PKB (2019; MFW)	prognozowana inflacja (2019; MFW)	populacja (mln)	PKB per capita (USD)	członkostwo w UE
Serbia	31,5%	3,5%	2,0%	7,0	7 527	NIE
Rumunia	20,3%	3,1%	3,3%	19,5	12 507	TAK
Chorwacja	18,1%	2,6%	1,5%	4,1	15 059	TAK
Macedonia	8,5%	3,0%	1,8%	2,1	6 198	NIE
Turcja	7,0%	-2,5%	17,5%	83,0	8 507	NIE
Bośnia	5,8%	3,1%	1,5%	3,5	5 755	NIE
Słowenia	2,7%	3,4%	1,4%	2,1	26 621	TAK
Kosowo	2,3%	4,2%	2,2%	1,8	4 447	NIE
Czarnogóra	1,7%	2,8%	0,9%	0,6	8 711	NIE
Polska	1,2%	3,8%	2,0%	38,0	15 630	TAK
Bułgaria	0,7%	3,3%	2,4%	7,0	9 619	TAK
Albania	0,3%	3,7%	2,0%	2,9	5 562	NIE

Kraj	Necomplis: udział w przychodach (2018)	prognozowany wzrost PKB (2019; MFW)	prognozowana inflacja (2019; MFW)	populacja (mln)	PKB per capita (USD)	członkostwo w UE
Hiszpania	75,0%	2,1%	1,2%	46,7	30 631	TAK
Portugalia	11,0%	1,7%	1,0%	10,3	23 311	TAK
Peru	8,0%	3,9%	2,4%	32,5	7 142	NIE
Kolumbia	4,0%	3,5%	3,4%	50,4	6 681	NIE
Dominikana	1,0%	5,1%	1,4%	10,4	7 656	NIE

Źródło: Assecos South Eastern Europe; Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Model biznesowy i strategia

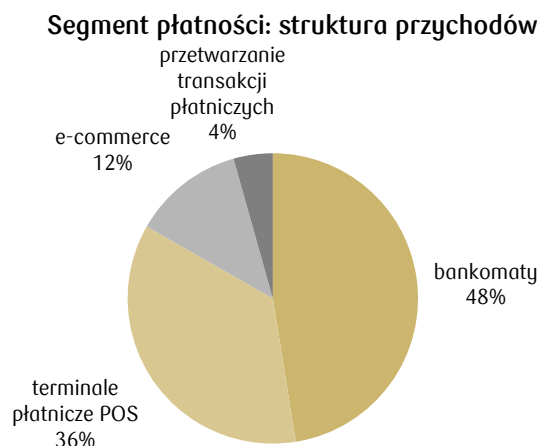
ASEE wyróżnia 3 głównie segmenty działalności: rozwiązania w obszarze płatności, rozwiązania w sektorze bankowym i integracja systemów.

➤ Rozwiązania w obszarze płatności

Rozwiązania w obszarze płatności: obejmują kompletne rozwiązania obsługujące płatności dokonywane przy użyciu lub bez użycia kart, przeznaczone dla instytucji finansowych i niefinansowych, w tym rozwiązania dla e-commerce, płatności mobilnych, przetwarzania kart płatniczych, a także usługi związane z bankomatami i terminalami płatniczymi. ASEE świadczy również usługi w modelu outsourcingowym (wynajem urządzeń i zarządzenie infrastrukturą).

Do głównych usług świadczonych w ramach segmentu płatności należą m.in:

- Processing – przetwarzanie natychmiastowych płatności;
- Rozwiązania dla e-commerce (wirtualne terminale płatnicze, obsługa płatności online, tokenizacja);
- Obsługa płatności mobilnych;
- Usługi związane z utrzymaniem terminali płatniczych i bankomatów;
- Usługi związane z bezpieczeństwem i ochroną przed oszustwami (3D Secure 2.0)
- Pełen outsourcing procesu płatności.



Źródło: ASEE

Największy udział w przychodach w tym segmencie mają: Chorwacja, Serbia, Rumunia, Bośnia i Hercegowina, Turcja, Słowenia, Macedonia i Czarnogóra. Od lutego 2019 r., po przejęciu Necomplusa, istotnym rynkiem w tym segmencie jest także Hiszpania.

Segment płatności jest najbardziej dojrzałym i jednorodnym segmentem ASEE, dlatego też został wydzielony do osobnej struktury organizacyjnej - spółki Payten.

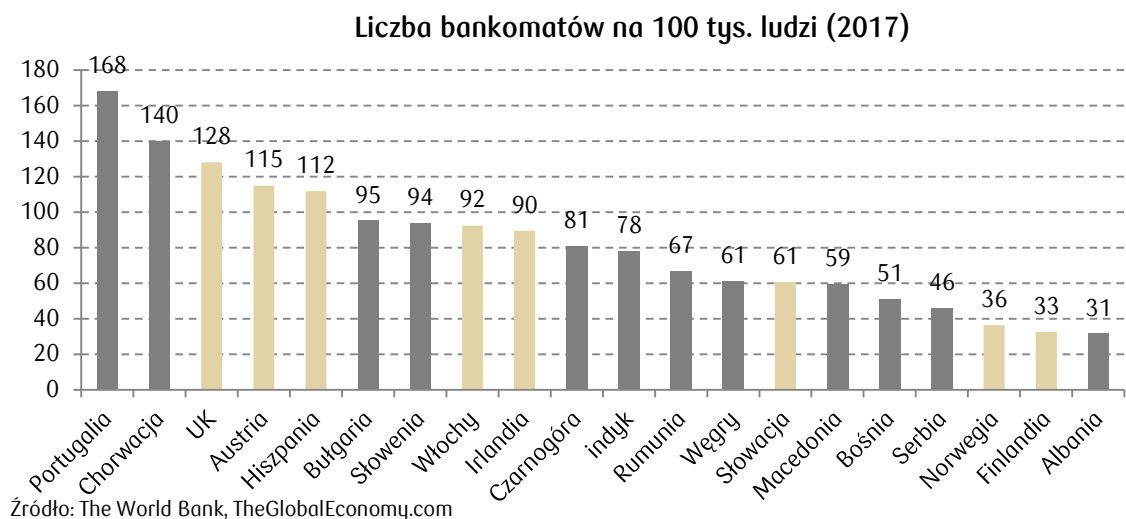
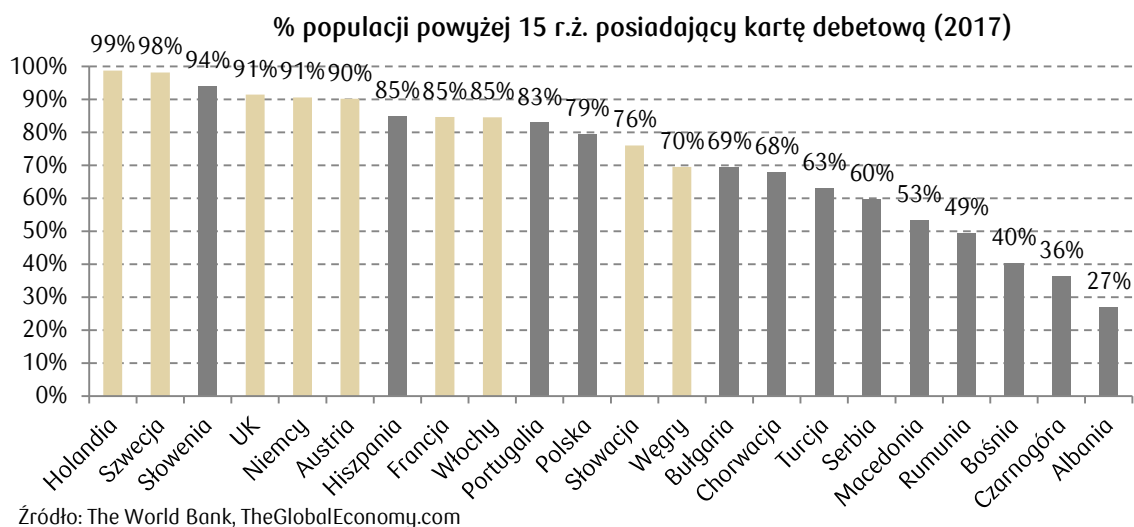
E-commerce: W pionie e-commerce, system do rozliczania płatności internetowych opiera się głównie na rozwiązaniu NestPay, a usługi są świadczone głównie w Turcji. ASEE koncentruje się na rozwoju tego pionu w modelu outsourcingowym. Przychody ze sprzedaży są bezpośrednio związane z liczbą sprzedawców detalicznych obsługiwanych przez bank będący klientem spółki oraz od

wolumenu transakcji. Poszerzając zakres usług, zbudowano rozwiązania Merchant Safe Unipay (MSU) (służące do bezpiecznego przechowywaniu danych kart kredytowych klientów witryn internetowych) oraz Paratika (rozliczanie płatności internetowych skierowane bezpośrednio do sprzedawców detalicznych).

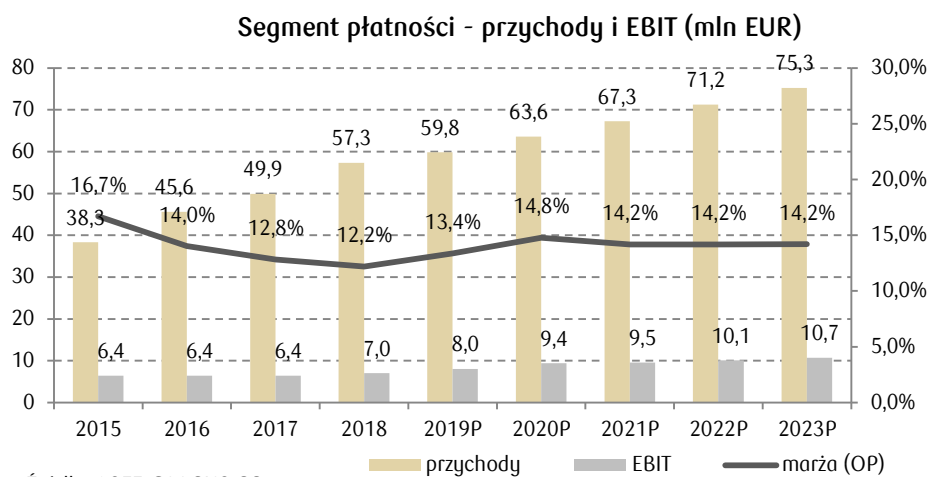
MoneyGet: W 2018 r. spółka zainwestowała w niezależne sieci bankomatów oferujące również usługę wymiany walut (DCC - Dynamic Currency Conversion) pod marką MoneyGet. Obecnie sieć składa się z ponad 220 niezależnych bankomatów w Chorwacji, Serbii i Czarnogórze, które są lokalizowane w pobliżu supermarketów, centrów miast, atrakcji turystycznych itp. W tym roku grupa rozpoczyna również pilotażowy program w Albanii.

Rynek: Rynki płatności w krajach, w których ASEE prowadzi działalność, są ogólnie mniej rozwinięte w porównaniu do krajów zachodnich. Odsetek ludzi posiadających kartę debetową w krajach Europy Południowo-Wschodniej jest znacznie niższy w porównaniu do krajów Europy Zachodniej, zwłaszcza w krajach mniej zamożnych tj. Albania, Czarnogóra, Bośnia, Rumunia. Z kolei liczba bankomatów w wielu krajach zachodnich jest bardzo niska, ze względu na fakt, że większość transakcji na tych rynkach odbywa się bezgotówkowo.

Do głównych konkurentów ASEE w regionie można zaliczyć: Printec, Basilichi, First Data, Wirecard, PayU, Euronet oraz wewnętrzne centra processingowe banków.



W dłuższym terminie dla Asseco South Eastern Europe spodziewamy się niskiego jednocyfrowego wzrostu przychodów z obsługi bankomatów. Jednocześnie zakładamy wyższe tempo wzrostu przychodów z obsługi terminali płatniczych (CAGR 5-6%), co będzie związane z dynamicznym rozwojem rynku płatności bezgotówkowych, a także dwucyfrowej dynamiki wzrostu przychodów z e-commerce i przetwarzania transakcji płatniczych.



➤ Rozwiązania w sektorze bankowym

Rozwiązania w sektorze bankowym: obejmują m.in. rozwiązania omnikanalowe do dystrybucji produktów i usług bankowych, zintegrowane centralne systemy bankowe oparte na platformie Oracle i Microsoft, rozwiązania uwierzytelniające, informatyczne systemy raportujące do sprawozdawczości obligatoryjnej i informacji zarządczej, a także systemy służące do zarządzania ryzykiem i przeciwdziałania oszustwom transakcyjnym.

Do najważniejszych rynków w segmencie Bankowości można zaliczyć Serbię i Chorwację, ale istotnymi rynkami są także Rumunia, Bośnia i Hercegowina, a także Bułgaria.

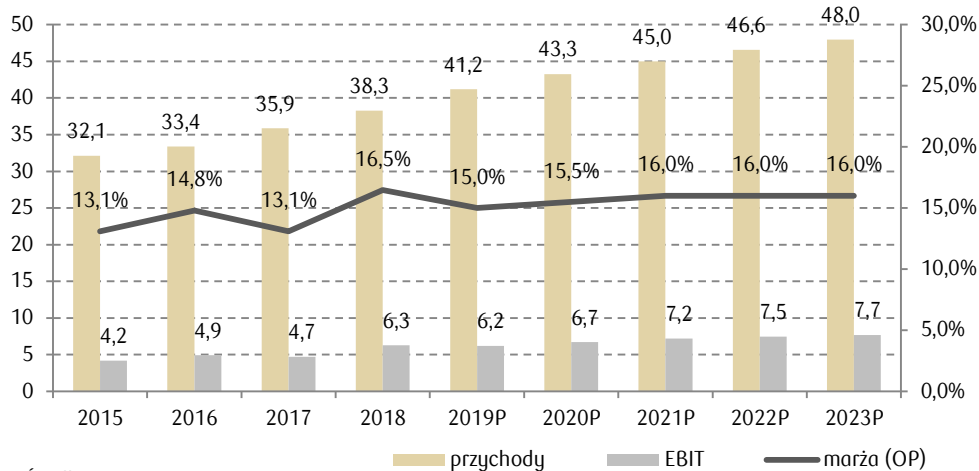
Strategia rozwoju tego segmentu przez ASEE obejmuje selektywne inwestycje w rozwój produktów: przede wszystkim w obszarze rozwiązań wielokanałowego dostępu do bankowości (omnichannel), a także rozwiązania sprzedażowe, rozwiązania mobilne, systemy zabezpieczeń, także systemy zapobiegające nadużyciom w transakcjach finansowych i przeciwdziałaniu praniu brudnych pieniędzy.

Każde z oferowanych przez ASEE rozwiązań dostępne jest w całym regionie. Z kolei w krajach poza regionem działalności spółki, grupa stara się pozyskać lokalnych partnerów biznesowych i oferować swoje rozwiązania poprzez ich sieci sprzedaży.

Dodatkowo, ASEE skupia się na dalszej poprawie efektywności segmentu, której celem jest wzrost rentowności.

W najbliższych latach zakładamy wzrost przychodów segmentu (5-letni CAGR ponad 4%), przy jednoczesnej lekkiej poprawie marży EBIT.

Rozwiązania w sektorze bankowym - przychody i EBIT (mln EUR)



➤ Integracja systemów

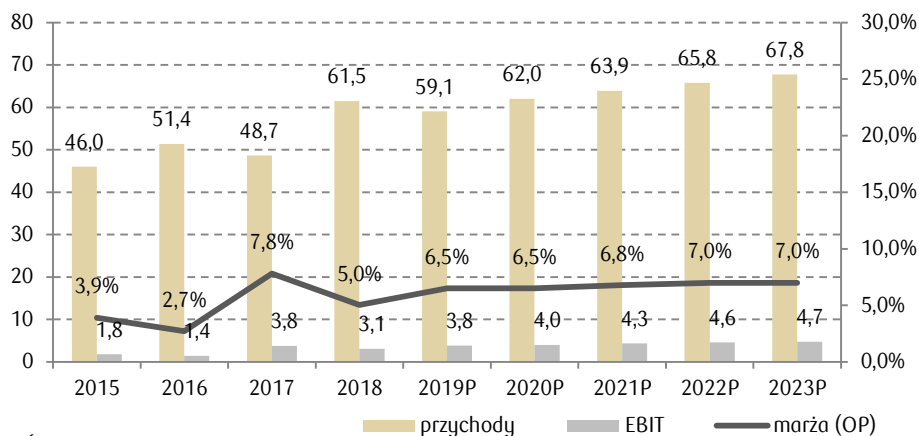
Integracja systemów: w ramach tego segmentu ASEE świadczy następujące usługi: rozwój infrastruktury IT, wdrożenia i usługi wsparcia, zapewnienie ciągłości procesów biznesowych, automatyzacja działalności oraz rozwój dostosowanego do indywidualnych potrzeb klienta oprogramowania, na rzecz klientów z sektora finansowego, przemysłowego oraz publicznego.

Większość przychodów segmentu pochodzi z mniej marżowej infrastruktury IT, ale istotną pozycją jest także wyżej marżowe oprogramowanie. Największymi rynkami ASEE w tym segmencie są Rumunia, Serbia i Macedonia.

Strategią rozwoju segmentu jest zwiększanie skali biznesu w poszczególnych krajach regionu, przede wszystkim w obszarze własnych rozwiązań. Do najbardziej obiecujących produktów można zaliczyć m.in. platformę CRM wspierającą komunikację i procesy biznesowe Live, rozwiązanie zarządzające cyklem życia aktywów Fidelity lub też rozwiązanie dla spółek leasingowych Leasflex. Dodatkowo, grupa planuje zwiększyć udział rozwiązań przygotowywanych na indywidualne zlecenie dużych klientów, przede wszystkim z sektora administracji publicznej (zwłaszcza w Macedonii i Serbii).

W naszych prognozach zakładamy w najbliższych latach CAGR na poziomie ok. 3% i przy jednoczesnej lekkiej poprawie marży, dzięki wzrostowi udziału przychodów z własnych rozwiązań.

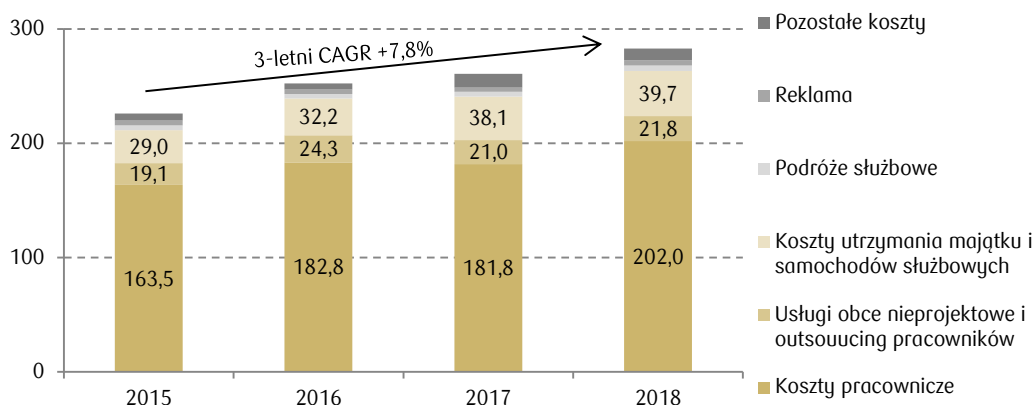
Integracja systemów - przychody i EBIT (mln EUR)



Analiza kosztów

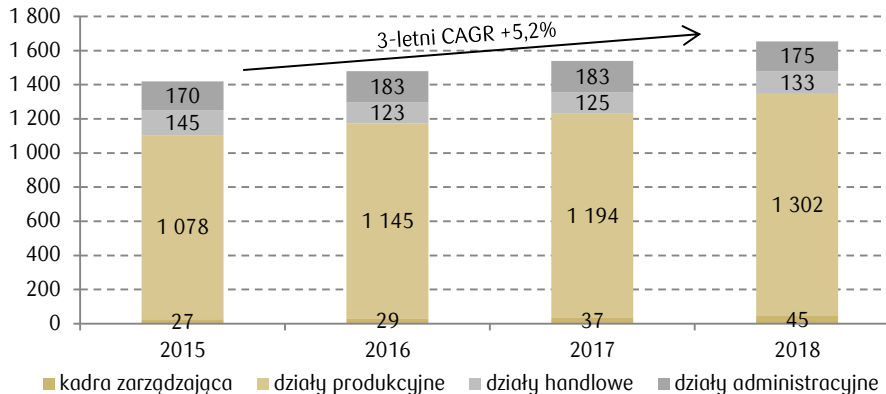
Zdecydowanie najważniejszą pozycją kosztową Asseco South Eastern Europe są koszty pracownicze (ponad 70% kosztów operacyjnych bez amortyzacji), które rosną w wysokim jednocyfrowym tempie (co spowodowane jest zarówno wzrostem zatrudnienia, jak i wzrostem wynagrodzeń).

Koszty operacyjne (bez amortyzacji)



Źródło: Asseco South Eastern Europe

Zatrudnienie



Źródło: Asseco South Eastern Europe

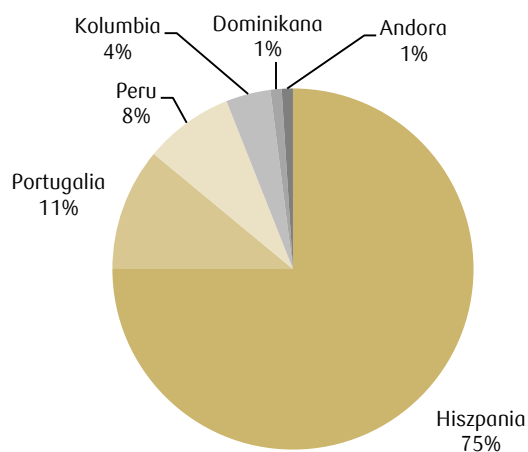
Przejęcie Necomplusa

Na początku 2019 r. Asseco South Eastern Europe poinformowało, że przejmuje Necomplus od Asseco Western Europe (spółka również należąca do grupy Asseco Poland). ASEE kupiło 67,66% udziałów za 7,7 mln EUR (P/E 11,6x, EV/EBIT 7,7x). Płatność za udziały została rozłożona na raty – pierwsza rata w wysokości 5,4 mln EUR została już zapłacona. Kolejne dwie raty, każda w wysokości 1,15 mln EUR, ASEE zapłaci w 2020 i 2021 roku.

Pozostałe udziały (32,34% akcji) są w rękach menadżerów Necomplusa, którzy mają opcję sprzedaży swoich udziałów grupie Asseco South Eastern Europe.

Necomplus prowadzi działalność w krajach hiszpańskojęzycznych – w Europie i w Ameryce Środkowej i Południowej. Zdecydowana większość przychodów generowana jest w Hiszpanii. Pozostałe rynki to Portugalia, Peru, Kolumbia, Dominikana i Andorra.

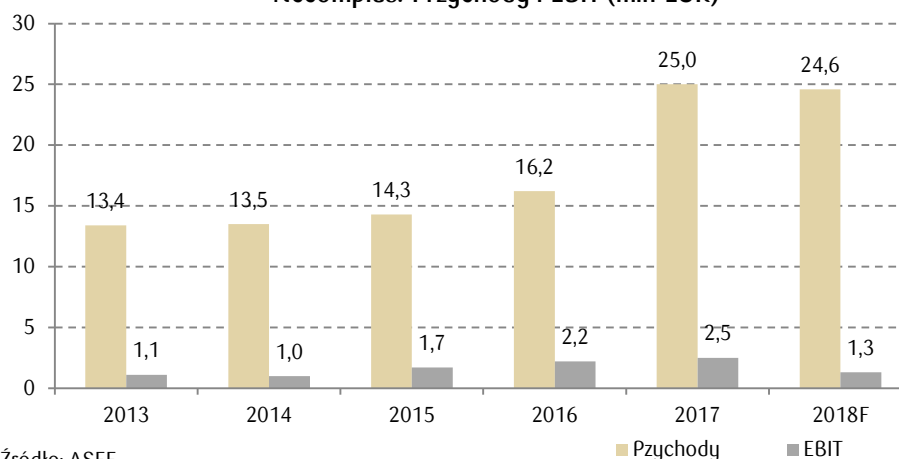
Necomplus: struktura przychodów po krajach



Źródło: ASEE

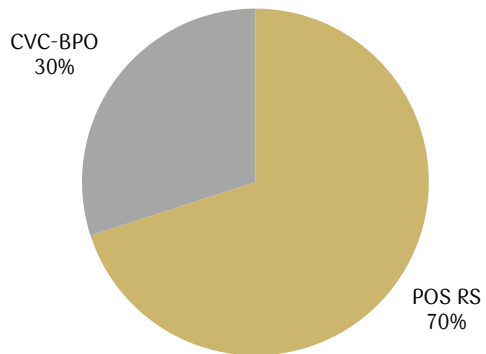
W 2018 r. Necomplus miał ok. 25 mln EUR przychodów i 1,3 mln EUR zysku operacyjnego. Większość biznesu stanowią płatności (70% przychodów) – instalacja i serwis terminali płatniczych (POS). Pozostała część to usługi BPO / call centers.

Necomplus: Przychody i EBIT (mln EUR)



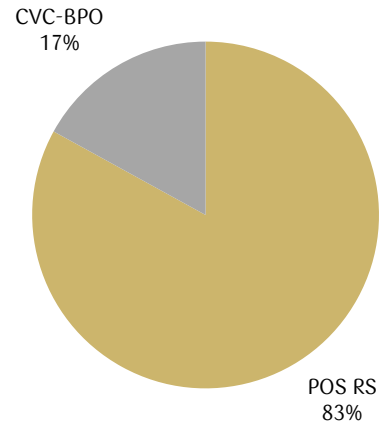
Źródło: ASEE

Necomplus: struktura przychodów po segmentach



Źródło: ASEE

Necomplus: struktura EBITDA po segmentach

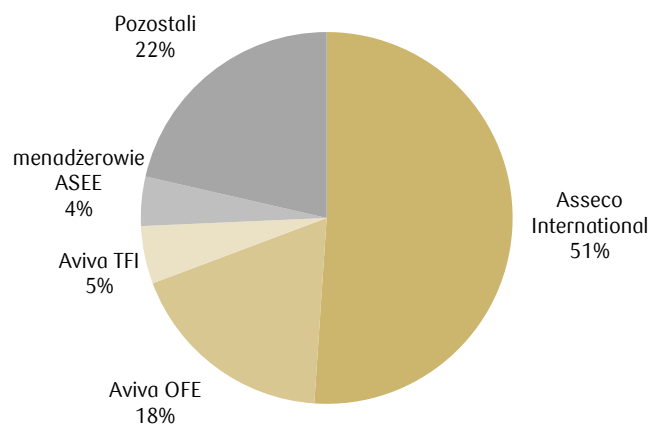


Źródło: ASEE

Akcjonariat

Głównym akcjonariuszem ASEE jest Asseco Poland, który poprzez podmiot Asseco International kontroluje 51% akcji spółki. 4% akcji z kolei jest w rękach menadżerów ASEE. Free float to ok. 45% akcji.

ASEE: struktura akcjonariatu



Źródło: Asseco South Eastern Europe

Globalny rynek IT

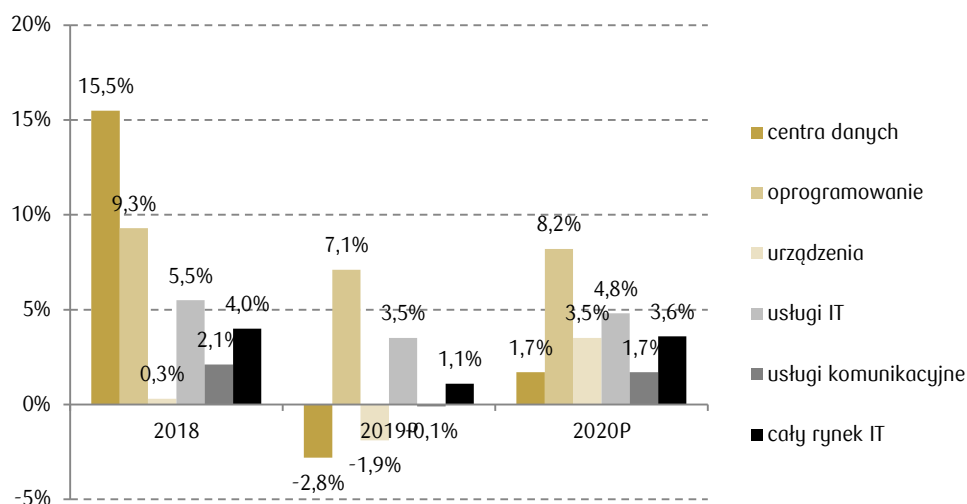
Firma analityczna Gartner szacuje, że w 2018 r. globalny rynek IT wzrósł o 4% r/r i osiągnął wartość 3,75 bln USD. Najszybciej rosnącym segmentem rynku IT jest oprogramowanie (zwłaszcza software as a service – SaaS).

Globalne wydatki na IT

bln USD	2018	2019F	2020F
centra danych	210	204	207
oprogramowanie	399	427	462
urządzenia	667	655	677
usługi IT	982	1 016	1 065
usługi komunikacyjne	1 489	1 487	1 513
Globalne wydatki na IT	3 747	3 790	3 925

Źródło: Gartner

Wzrost globalnego rynku IT w podziale na segmenty



Source: Gartner

Do głównych czynników mających wpływ na rynek IT można zaliczyć:

- Sytuację makroekonomiczną na świecie i w regionie, a także sentyment inwestorów na globalnych rynkach;
- Sytuację geopolityczną i klimat inwestycyjny;
- Poziom konkurencji i trendy konsolidacyjne w sektorach będących największymi nabywcami usług IT (np. bankowość, telekomunikacja), a także wielkość kapitału na inwestycje IT;
- Budżety inwestycyjne administracji państwowej;
- Dofinansowania (w tym środki z UE);
- Zmiany technologiczne i innowacje na rynku IT;
- Zmiany regulacji (np. w sektorze bankowości, ubezpieczeń).

Czynniki ryzyka

➤ Sytuacja makroekonomiczna i polityczna w regionie.

Rozwój sektora IT jest ściśle związany ze stabilnością gospodarczą i polityczną w regionie, a także jest uzależniony od tempa wzrostu PKB, stopy inwestycji w przedsiębiorstwach, a także inflacji.

Uważamy, że obecnie najbardziej ryzykownym rynkiem działalności ASEE jest Turcja, ze względu na niestabilną sytuację polityczną. Podwyższonym ryzykiem, w naszej opinii, charakteryzują się również kraje z regionu Europy Południowo-Wschodniej niebędące członkami UE: Serbia, Macedonia, Bośnia i Hercegowina, Albania, Kosowo i Czarnogóra.

➤ Spadek poziomu inwestycji w IT przez instytucje finansowe.

Do najważniejszych klientów Asseco South Eastern Europe można zaliczyć banki i instytucje finansowe. W konsekwencji, kondycja sektora finansowego ma bezpośrednie przełożenie na działalność operacyjną spółki. Potencjalne ograniczenie poziomu inwestycji oraz optymalizacja kosztów może negatywnie wpłynąć na poziom przychodów spółki. Dodatkowym ryzykiem są silne trendy konsolidacyjne, występujące zarówno w skali globalnej, jak i w regionie Europy Południowo-Wschodniej.

➤ Wzrost poziomu konkurencji.

Rynek infrastruktury IT w regionie Europy Południowo-Wschodniej staje się wysoce konkurencyjny, a do bezpośrednich konkurentów Asseco SEE można zaliczyć firmy konsultingowe, międzynarodowe firmy technologiczne, firmy IT zajmujące się outsourcingiem, a także producentów oprogramowania (w tym wewnętrzne działy informatyczne dużych spółek). Dodatkowo, w użytek wchodzi nowe technologie, co łączy się z koniecznością ponoszenia wydatków inwestycyjnych. Kolejnym ryzykiem jest zwiększanie skali biznesu globalnych podmiotów, które do tej pory były zainteresowane przede wszystkim dużymi przedsiębiorstwami, a coraz częściej wprowadzają do swojej oferty rozwiązania skierowane do średnich przedsiębiorstw.

➤ Presja płacowa na rynku specjalistów IT.

Rynek pracowników IT w całej Europie charakteryzuje się wysoką presją płacową oraz niedoborem specjalistów. W konsekwencji, koszty pracownicze spółek IT charakteryzują się wysokim tempem wzrostu (dla ASEE zakładamy wysoki jednocyfrowy wzrost).

➤ Wzrost udziału płatności bezgotówkowych i spadek popytu na bankomaty.

Szacujemy, że ok. 15% przychodów spółka generuje ze sprzedaży, outsourcingu i obsługi bankomatów. Obecnie wciąż gotówka jest najważniejszym środkiem płatniczym na świecie (wg McKinsey globalnie ok. 90% transakcji realizowanych jest gotówkowo). W długim terminie jednak udział gotówki może znacząco spadać, a głównym środkiem płatniczym staną się karty debetowe i kredytowe – trend ten może być szczególnie widoczny w krajach bardziej rozwiniętych.

W Europie Południowo-Wschodniej udział płatności gotówką jest wyższy w porównaniu do krajów wysoko rozwiniętych, dlatego też popyt na bankomaty jeszcze długo może być stosunkowo wysoki. Dodatkowo, Asseco South Eastern Europe ma bezpośrednią ekspozycję na terminale płatnicze do obsługi kart debetowych i kredytowych, a także rozwiązania dla sklepów e-commerce.

➤ **Ryzyko walutowe.**

ASEE prowadzi działalność na wielu rynkach Europy Południowo-Wschodniej i w Turcji, a kontrakty zawierane są w różnych walutach – zarówno lokalnych, jak i obcych w stosunku do rynków działalności. Krótkoterminowe wahania oraz długoterminowe trendy mogą mieć znaczący wpływ na wyniki finansowe.

Obecnie do najbardziej niestabilnych walut, ze względu na wysoką inflację, można zaliczyć turecką lirę. Jednak grupa ogranicza to ryzyko zawierając kontrakty w dolarze amerykańskim lub wpisując do umowy klauzulę dot. korekty wynagrodzenia o inflację.

Wycena

Nasza wycena opiera się na modelu DCF.

Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej (2019P-2023P) 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 3,2%, co odzwierciedla rentowność 10 letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1x, co uwzględnia silną strukturę kapitałową spółki. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 8%, 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. i dodajemy gotówkę netto.

Model DCF						
mln PLN	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2023P<
EBIT	88,6	93,2	100,7	106,0	110,5	111,8
Stopa podatkowa	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
NOPLAT	72,7	76,4	82,6	86,9	90,6	91,7
CAPEX	-44,7	-45,3	-45,8	-46,4	-47,0	-50,0
Amortyzacja (bez amortyzacji praw do użytkowania)	46,9	47,9	48,8	48,4	48,1	50,0
Zmiany w kapitale obrotowym	-5,6	-6,1	-3,9	-4,1	-3,9	-1,2
FCFF	69,3	73,0	81,7	84,8	87,9	90,6
WACC	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,2%	11,2%
Współczynnik dyskonta		0,90	0,81	0,73	0,66	0,59
DFCF		65,8	66,3	61,9	57,7	
Wzrost w fazie II	2,0%					
Suma DFCF - Faza I	251,7					
Suma DFCF - Faza II	647,0					
Wartość Firmy (EV)	898,6					
Dług netto (bez leasingów)	-125,2					
Kapitały mniejszości	17,9					
Wartość godziwa	1 006,0					
Liczba akcji (mln szt.)	51,9					
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	19,4					
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	20,5					
Cena bieżąca	16,80					
Oczekiwana stopa zwrotu	22,3%					

Źródło: prognozy DM PKO BP

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 wzrost kosztów pracy w najbliższych latach na poziomie 6-7% rocznie, co związane jest ze stosunkowo wysokim wzrostem płac specjalistów IT.
- Zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 18%, co uwzględnia stawki CIT w krajach działalności oraz podatek od dystrybucji dywidend spoza UE.
- Przyjeliśmy kurs EUR/PLN na poziomie 4,3.
- W związku z ekspozycją spółki na rozwijające się kraje Europy Południowo Wschodniej, przyjmujemy premię za ryzyko rynkowe (equity risk premium) na poziomie 8%.

WACC	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2023P<
Stopa wolna od ryzyka	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Premia rynkowa	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia za ryzyko długu	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%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Koszt długu	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Waga kapitału własnego	97,0%	97,6%	98,3%	98,2%	99,9%	99,9%
Waga długu	3,0%	2,4%	1,7%	1,8%	0,1%	0,1%
WACC	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,2%	11,2%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	10,2%	20,5	21,3	22,2	23,1	24,2
	10,7%	19,9	20,5	21,3	22,2	23,1
	11,2%	19,2	19,9	20,5	21,3	22,2
	11,7%	18,7	19,2	19,9	20,5	21,3
	12,2%	18,2	18,7	19,2	19,9	20,5

Źródło: DM PKO BP

Analiza porównawcza

Asseco SEE jest notowane z 40-60% 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). Uważamy jednak ponad 40% dyskonto za zbyt wysokie, a wycenę ASEE za atrakcyjną.

Wskaźniki spółek porównywalnych

Spółka	Kraj	Stopa dywidendy			P/E			EV/EBITDA		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Oprogramowanie:										
Asseco Poland	Polska	5,5%	5,5%	5,5%	15,6	14,7	14,5	8,8	8,4	7,9
Comarch	Polska	0,8%	2,6%	3,7%	14,8	12,1	11,4	6,3	5,9	5,6
Asseco Business Solutions	Polska	6,2%	7,4%	7,8%	14,4	13,4	12,8	9,3	8,7	8,4
Microsoft	USA	1,3%	1,4%	1,6%	30,0	27,0	23,5	18,9	16,8	14,7
SAP	Niemcy	1,3%	1,5%	1,6%	24,7	22,1	19,8	18,9	16,1	14,3
Oracle	USA	1,4%	1,5%	1,6%	17,2	15,2	14,2	11,8	11,1	10,7
Capgemini	Francja	1,6%			17,6	16,0	14,7	9,9	9,3	8,8
Adobe Systems	USA	0,0%	0,0%	0,0%	39,3	31,5	26,5	29,9	24,7	21,3
Atos	Francja	2,0%	2,2%	2,5%	9,4	8,8	8,2	8,7	8,3	8,2
Guidewire Software	USA	0,0%	0,0%	0,0%	72,3	76,1	61,0	55,9	51,8	31,2
Infosys	Indie	3,1%	3,1%	3,5%	21,5	20,5	18,4	15,4	14,6	13,2
PTC	USA	0,0%	0,0%		50,8	34,9	23,4	32,5	23,8	18,1
Constellation Software	Kanada	1,5%	0,4%	0,4%	32,0	26,1	22,6	21,9	18,3	16,2
Sage Group	UK	2,1%	2,2%	2,2%	27,0	25,1	23,1	18,3	17,2	15,8
Intuit	USA	0,7%	0,7%	0,7%	42,1	37,3	33,1	28,2	25,0	22,8
Reply	Włochy	0,8%	0,8%	0,9%	21,3	19,3	17,4	12,5	11,3	10,5
Sopra Steria Group	Francja	2,3%	2,9%	3,4%	10,8	8,8	7,8	6,4	5,7	5,3
NNIT	Dania	3,4%	3,5%	3,7%	13,0	12,8	12,0	6,4	6,3	6,2
Softcat	UK	2,3%	2,4%	2,6%	28,9	27,2	25,5	22,6	21,3	20,1
MEDIANA (oprogramowanie)		1,5%	1,9%	2,2%	21,5	20,5	18,4	15,4	14,6	13,2
Płatności:										
Euronet Worldwide	USA	0,0%	0,0%	0,0%	23,7	20,3	18,1	13,8	11,9	10,5
Firstdata	USA	0,0%	0,0%		17,8	15,5	13,5	12,7	11,9	11,1
Worldpay	UK	0,0%	0,0%		28,0	24,1	21,2	22,6	20,0	18,0
Ingenico	Francja	1,7%	1,9%	2,1%	16,7	15,0	13,6	11,2	10,4	9,5
Wirecard	Niemcy	0,2%	0,2%	0,3%	34,4	25,7	17,2	21,1	16,0	11,4
MEDIANA (płatności)		0,0%	0,0%	0,3%	23,7	20,3	17,2	13,8	11,9	11,1
Asseco South Eastern Europe	Polska	3,3%	4,6%	4,9%	11,9	11,4	10,5	5,5	4,9	4,4
<i>dyskontodo producentów oprogramowania</i>					45%	45%	43%	65%	67%	67%
<i>dyskonto do spółek z sektora płatności</i>					50%	44%	39%	60%	59%	60%

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	501	487	571	571	670	795	846	880	916
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-383	-362	-434	-427	-509	-606	-640	-665	-691
Zysk brutto ze sprzedaży	118	125	136	144	161	189	206	215	225
EBITDA	69	83	94	106	120	149	154	163	168
Koszty sprzedaży	-36	-37	-38	-35	-47	-56	-59	-62	-64
Koszty ogólnego zarządu	-35	-36	-42	-43	-39	-48	-51	-53	-55
Pozostałe przychody operacyjne	2	3	2	1	2	0	0	0	0
Pozostałe koszty operacyjne	-2	-2	-1	-2	-2	0	0	0	0
Zysk z działalności operacyjnej	46	53	57	66	74	89	93	101	106
Zysk z udziałów w jednostkach podporządkowanych	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	46	54	61	67	78	90	94	102	108
Podatek dochodowy	-7	-10	-9	-12	-13	-16	-17	-18	-19
Zyski (straty) mniejszości	0	0	0	0	0	1	1	1	1
Zysk (strata) netto	39	44	52	55	65	74	77	84	88
Bilans	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa Trwałe	613	614	643	631	628	714	711	708	706
Wartości niematerialne i prawne	536	522	536	493	492	522	520	518	517
Rzeczowe aktywa trwałe	70	86	102	132	129	185	185	183	183
Inwestycje	0	0	0	0	1	1	1	1	1
Pozostałe aktywa długoterminowe	7	5	5	5	6	6	6	6	6
Aktywa Obrotowe	235	235	304	288	362	372	420	460	515
Zapasy	16	16	23	25	17	20	21	22	23
Należności	115	104	143	136	161	182	192	200	207
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	12	12	14	10	15	15	15	15	15
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	92	104	123	117	169	154	191	223	270
Aktywa razem	848	849	946	918	990	1 086	1 131	1 169	1 222
Kapitał Własny	679	688	732	719	765	811	860	905	951
Kapitały mniejszości	0	0	2	2	2	2	2	2	2
Zobowiązania	169	161	214	199	224	274	271	264	271
Zobowiązania długoterminowe	27	29	29	29	22	40	34	26	27
Kredyty i pożyczki	22	27	25	24	18	26	25	23	23
Pozostałe rezerwy	5	3	5	6	4	14	9	4	4
Zobowiązania krótkoterminowe	143	131	185	170	202	235	238	238	244
Kredyty i pożyczki	24	21	24	24	32	45	43	39	41
Pozostałe rezerwy	38	45	62	32	36	36	36	36	36
Zobowiązania handlowe i pozostałe	80	65	95	82	102	120	126	130	134
Pasywa razem	848	849	946	918	990	1 086	1 131	1 169	1 222
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	73	75	88	94	121	128	132	141	145
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-59	-42	-38	-65	-43	-77	-50	-51	-46
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	15	-20	-30	-24	-28	-65	-45	-57	-52
Wskaźniki (%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
ROE	-	6,4%	7,3%	7,6%	8,8%	9,3%	9,2%	9,5%	9,5%
Dług netto	-42,7	-53,0	-71,0	-68,2	-114,9	-78,8	-119,2	-158,1	-202,1

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

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 Wyszymirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszymirski@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 Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM 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 partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących 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 DM 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 DM 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 DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM 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. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM 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. DM 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. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM 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 DM 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 DM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez DM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

DM 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 DM 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 Dom Maklerski PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM 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 DM 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 DM 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 nieoczekiwane zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a DM 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 DM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań Inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań Inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM 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 DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczalnym 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”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Asseco SEE	-

Objaśnienia:

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

Nie można wykluczyć, że DM 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 DM 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 DM 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 DM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna DM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM 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.

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

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez DM 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	19-07-19	20.50	16.8	877.01	9.5	11.9	11.4	4.0	5.4	4.9	Małgorzata Żelazko

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu