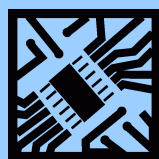


31 sierpnia 2010

Aktualizacja raportu


**Sektor IT**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>55,0 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>65,3 PLN</b>
Kapitalizacja	4,27 mld PLN
Free float	2,57 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	12,07 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

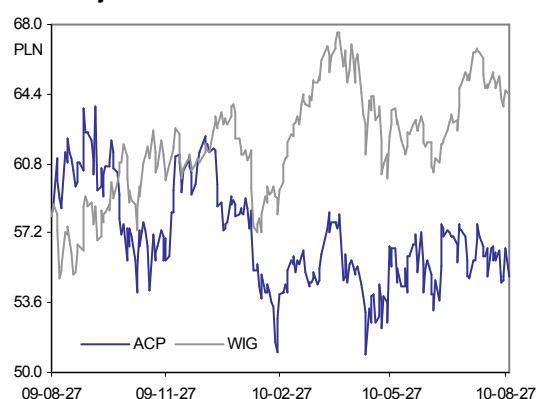
Adam Góral	10,42%
CU OFE	9,61%
ING OFE	7,22%
Asseco Poland (akcje własne)	7,00%
OFE PZU Złota Jesień	5,52%
Pozostali	60,23%

**Prezentacja sektora**

Rok 2009 zakończył się kilkuprocentowym spadkiem wartości rynku informatycznego. Bieżący rok nie przyniesie dużego odbicia ze względu na wciąż niepewną sytuację ekonomiczną i ograniczenie w dostępie do kredytu. Sektor cały czas czeka na wielkie inwestycje ze strony państwa, na które zaprzęzione zostaną również fundusze unijne.

**Profil spółki**

Asseco Poland jest największym w Polsce oraz jednym z największych w Europie integratorów i dostawców oprogramowania IT. Największe znaczenie dla spółki ma świadczenie usług informatycznych dla sektora finansowego, jednak spółka w ostatnich latach stopniowo zwiększa też udział sektora przemysłowego i administracji publicznej w swojej sprzedaży.

**Kurs akcji ACP na tle WIG**

**Piotr Grzybowski**

(48 22) 697 47 17  
piotr.grzybowski@dibre.com.pl  
www.dibre.com.pl

# Asseco Poland

SOBK.WA; ACP.PW

## Kupuj

(Niezmieniona)

## Asseco odkrywa Amerykę

Wyniki pierwszego półrocza 2010 roku wyraźnie potwierdziły naszą tezę z poprzedniego raportu, że zakończenie kontraktu na wdrożenie głównego systemu informatycznego w PKO BP nie wpłynie na znaczące pogorszenie wyników Grupy. Grupa Asseco nie tylko, wbrew obawom wielu inwestorów nie pogorszyła osiąganych rezultatów, ale je nieznacznie poprawiła. Z drugiej strony akwizycja amerykańskiej spółki, jaką zgodnie z zapowiedzią prezesa spółka może przeprowadzić w najbliższych dniach, ma w naszej opinii prawo niepokoić inwestorów. Biorąc pod uwagę znaczne ryzyko związane z planowanym przejęciem postanowiliśmy wprowadzić do naszej wyceny dyskonto w wysokości 250 mln PLN, tj. 50% oczekiwanej wartości transakcji. Wprowadzona korekta obniża naszą cenę docelową dla akcji Asseco do 65,3 PLN, co nadal pozostawia znaczący 18,8% potencjał wzrostowy dla notowań spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

**Wyniki 2Q2010**

Asseco Poland zaprezentowało w drugim kwartale dobre wyniki finansowe. Przychody spółki wzrosły w porównaniu do ubiegłego roku o 7,7% do 761,7 mln PLN. Zysk operacyjny nieznacznie obniżył się ze 137,9 mln PLN do 132,5 mln PLN, przy czym spadek ten był mniejszy od zakładanego przez nas (129,4 mln PLN) i konsensus rynkowy (126,0 mln PLN). Na saldo finansowe oraz podatek, oddziaływały w kwartale istotne wydarzenia jednorazowe: strata na sprzedaży Uniquare (-8,0 mln PLN), odpis wartości firmy w Asseco Spain (-11,7 mln PLN) oraz odwrócenie rezerwy podatkowej (+41,5 mln PLN). W efekcie wynik netto okresu sięgnął 109,9 mln PLN.

**Portfel kontraktów porównywalny z ubiegłym rokiem**

Bieżący portfel kontraktów na poziomie Grupy ma obecnie wartość 2537 mln PLN co stanowi 83,2% zeszłorocznych przychodów i ponad 79,4% naszej prognozy sprzedaży. W powyższej sumie wartość 1734 mln PLN mają zamówienia na oprogramowanie i usługi własne Grupy.

**Akwizycja w USA**

Spółka w przeciągu kilku dni ma poinformować o dokonaniu przejęcia w Stanach Zjednoczonych. Decyzja o wejściu na rynek amerykański wydaje nam się przedwczesna. Asseco jeszcze nie rozpoznało dobrze tamtejszych realiów, a wielkość przejmowanego podmiotu (500 mln USD przychodów, 33-35 mln USD zysku netto) sugeruje, że cena nabycia sięgnie co najmniej 500 mln PLN, co oznacza bardzo poważne zaangażowanie środków finansowych Grupy. Dodatkowo transakcja będzie sfinansowana emisją 5,4 mln akcji własnych. Perspektywa tak znacznej podaży z pewnością nie będzie sprzyjała notowaniom spółki oraz cenie jaką Asseco będzie w stanie uzyskać za sprzedawane akcje.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	2 786,6	3 050,3	3 193,7	3 389,2	3 616,2
EBITDA	591,8	646,1	641,2	663,2	692,0
marża EBITDA	21,2%	21,2%	20,1%	19,6%	19,1%
EBIT	494,3	525,5	517,6	537,0	563,1
Zysk netto	321,6	373,4	404,2	383,0	409,0
DPS	1,5	1,4	1,6	1,5	1,6
P/E	13,3	11,4	10,6	11,1	10,4
P/CE	10,2	8,6	8,1	8,4	7,9
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,4	7,3	6,8	6,3	5,7

## Bieżąca sytuacja finansowa

### Wyniki 2Q2010

Wyniki Asseco Poland na poziomie netto były słabsze od naszych oczekiwań, co wynika z pojawienia się nieuwzględnionych przez nas w prognozie negatywnych wydarzeń jednorazowych w postaci odpisu wartości aktywów w Asseco Spain (11,7 mln PLN) oraz straty zrealizowanej na transakcji sprzedaży Uniquare przez Asseco Central Europe (8,0 mln PLN). Wynik netto obniżyły ponadto różnie kursowe, których wartość netto sięgnęła 4,7 mln PLN. Pomijając wpływ tych wydarzeń jednorazowych wyniki Asseco Poland były zbliżone do naszych oczekiwań.

Skonsolidowane przychody Asseco Poland wzrosły o 7,7% do 761,7 mln PLN (oczekiwaliśmy 730,0 mln PLN). W rozbiciu geograficznym najmocniej obroty wzrosły na rynku polskim (z 411,3 mln PLN do 449,0 mln PLN) oraz w segmencie pozostałe (z 41,1 mln PLN do 69,4 mln PLN). Wzrost tej drugiej pozycji jest wygenerowany przede wszystkim dzięki konsolidacji nowych nabytków w Danii (IT Practice) i Hiszpanii (Terminal Systems). Spadek sprzedaży nastąpił w regionie Bałkanów (ze 110,5 mln PLN do 100,3 mln PLN). Nieco niższa od prognozowanej była z kolei marża brutto na sprzedaży (33,6% vs. oczekiwane 34,3%), co przy nieco wyższych kosztach sprzedaży i ogólnego zarządu (124,1 mln PLN przy 118,0 mln PLN naszej prognozy) oraz lepszym saldzie pozostałej działalności operacyjnej (+0,5 mln PLN wobec -3,0 mln PLN) przełożyło się na zysk operacyjny na poziomie 132,5 mln PLN przy 129,4 mln PLN naszej prognozy, przy czym osiągnięty przez Asseco wynik był obniżony przez 2,0 mln PLN odpisu niezamortyzowanych nakładów poniesionych opuszczonych lokalizacjach.

Bardzo duże odchylenie od naszych prognoz powstało na saldzie na działalności finansowej. Wyniosło ono -25,9 mln PLN, przy naszych oczekiwaniach na poziomie +42,0 mln PLN. Podstawową przyczyną odchylenia jest przypisanie przez nas do salda finansowego odwrócenia rezerwy na podatek dochodowy w wysokości 40,0 mln PLN. W rzeczywistości kwota odwrócenia rezerwy wyniosła 41,5 mln PLN i nie znalazła się w saldzie finansowym tylko pomniejszyła podatek dochodowy. Ponadto w saldzie finansowym znalazły się dwa wspomniane wyżej wydarzenia jednorazowe na łączną kwotę 19,8 mln PLN. Ponadto spółka zanotowała różnice kursowe netto w wysokości około 4,7 mln PLN, podczas gdy oczekiwaliśmy, że instrumenty zabezpieczające w większym stopniu zneutralizują wpływ zmian kursów walutowych.

Po uwzględnieniu znacznie niższego od przez nas oczekiwanego podatku dochodowego (wyżej wspomniana kwestia odwrócenia rezerwy) zysk netto drugiego kwartału wyniósł 109,9 mln PLN vs. 136,3 mln PLN naszej prognozy.

### Wyniki finansowe Asseco Poland w 2Q2010 vs. prognozy DI BRE i konsensus

(mln PLN)	2Q2010	2Q2009	zmiana	2Q2010P	różnica	konsensus	różnica	2010P	2009	zmiana
Przychody	761,7	707,3	7,7%	730,0	4,4%	717,5	6,2%	3193,7	3050,3	4,7%
EBITDA	161,0	166,5	-3,3%	160,4	0,4%	156,0	3,2%	641,2	646,1	-0,7%
marża	21,1%	23,5%	-	22,0%	-	-	-	20,1%	21,2%	-
EBIT	132,5	137,9	-3,9%	129,4	2,4%	126,0	5,2%	517,6	525,5	-1,5%
Zysk brutto	106,2	125,9	-15,6%	171,4	-38,0%	-	-	523,3	514,4	1,7%
Zysk netto	109,9	101,4	8,4%	136,3	-19,4%	105,5	4,2%	404,2	373,4	8,2%

Źródło: Asseco Poland, szacunki DI BRE Banku SA, PAP

## Perspektywy na przyszłość

### Ryzyko pogorszenia wyników nie materializuje się

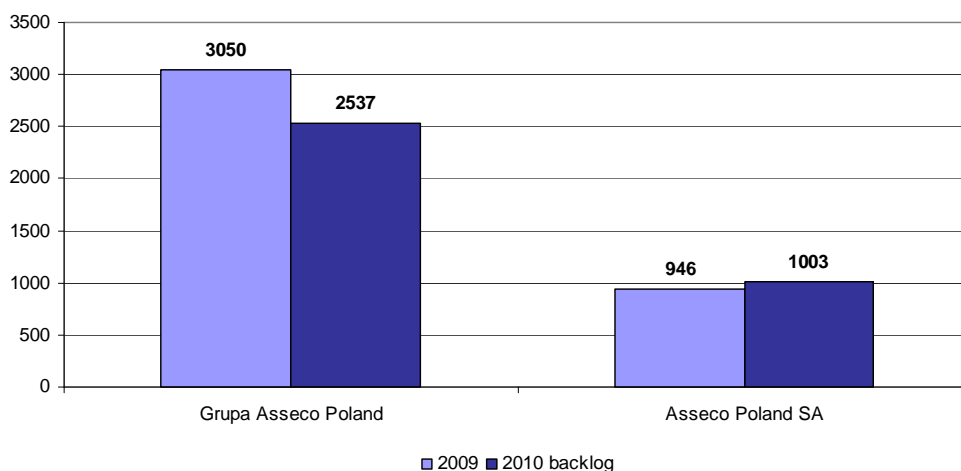
Pod koniec ubiegłego roku wielu inwestorów obawiało się, że wraz z zakończeniem wdrażania głównego systemu informatycznego w PKO BP spółce nie uda się wypełnić dużej luki w przychodach i wynikach pozostawionej po tym kontrakcie. Tymczasem zarówno wyniki drugiego kwartału jak i całego pierwszego półrocza wskazują jednak wyraźnie, że powyższy czynnik ryzyka był zbyt mocno dyskontowany przez inwestorów. Po pierwszym półroczu wyniki operacyjne zgodnie z naszymi oczekiwaniami zostały wsparte dzięki konsolidacji podmiotów nabytych w trakcie ubiegłego roku obrotowego i Asseco Poland nie tylko nie pogorszyło wyników operacyjnych, ale je nieznacznie poprawiło (z 252,4 mln PLN do 253,9 mln PLN). Również na poziomie sprawozdania jednostkowego nie widać, aby koniec wdrażania systemu w PKO BP odcisnął negatywne piętno na osiągniętych rezultatach. W skali pierwszego półrocza 2010 roku Asseco Poland SA wypracowało zysk operacyjny w wysokości 173,5 mln PLN, przy 152,0 mln PLN osiągniętych w analogicznym okresie poprzedniego roku. Po uwzględnieniu

zeszłorocznych osiągnięć ABG, które zostało wchłonięte przez jednostkę dominującą z początkiem tego roku (23,9 mln PLN zysku operacyjnego) wynik Asseco Poland pogorszył się po zakończeniu wdrożenia w PKO BP zaledwie o 2,4 mln PLN. Tym samym spółka bardzo dobrze poradziła sobie ze spadkiem przychodów od jednego z głównych klientów.

### Bieżący portfel kontraktów

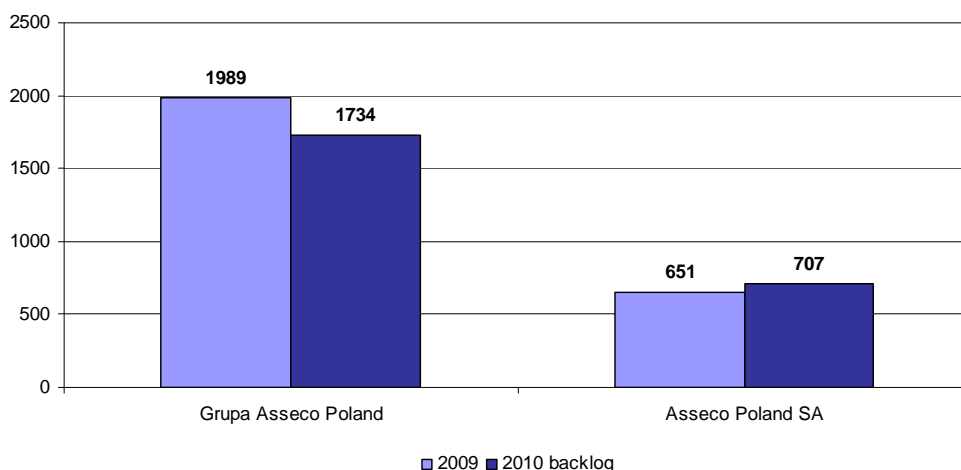
Według danych zaprezentowanych przez spółkę po publikacji wyników tegoroczny portfel kontraktów na koniec sierpnia osiągnął w skali Grupy wartość 2537 mln PLN, co stanowi 83,2% zeszłorocznych przychodów i ponad 79,4% naszej prognozy sprzedaży. W zaraportowanym backlogu kwotę 1734 mln PLN stanowią zamówienia na oprogramowanie i usługi własne spółki, co stanowi 87,0% wartości sprzedaży zrealizowanej z tego źródła w roku ubiegłym. W skali spółki dominującej portfel zamówień miał w połowie sierpnia wartość 1003 mln PLN, czyli 106% ubiegłorocznego wyniku sprzedaży, w tym 703 mln PLN (108,0% zeszłorocznego wykonania) stanowią zamówienia w ramach oprogramowania i usług własnych Asseco Poland. Znaczący wzrost portfela jednostkowego jest przy tym efektem wchłonięcia na początku roku przez jednostkę dominującą zależnego ABG. Powyższe poziomy kontraktacji w naszej ocenie umożliwiają realizację naszej dotychczasowej prognozy przychodów.

### Skonsolidowany i jednostkowy portfel kontraktów na 30 sierpnia 2010 roku



Źródło: Asseco Poland

### Oprogramowanie i usługi własne w portfelu Asseco na 30 sierpnia 2010 roku



Źródło: Asseco Poland

### Akwizycja spółki w Stanach pewna

Zgodnie z wypowiedzią prezesa Górala Asseco Poland jest bardzo bliskie dokonania akwizycji amerykańskiej spółki i jeszcze w tym tygodniu może dojść do ogłoszenia transakcji. Zgodnie z wcześniejszymi wypowiedziami zarządu potencjalny cel przejęcia ma około 500 mln USD przychodów oraz 33-35 mln USD zysku netto, działa przede wszystkim na rynku amerykańskim, część działalności prowadzona jest w Japonii i praktycznie nie jest obecna na



rynku europejskim, co miałoby pozwolić na uniknięcie w wypadku dokonania zakupu nakładania się obszarów działalności z innymi spółkami z Grupy Asseco.

Pomysł przeprowadzenia w tym momencie akwizycji za oceanem oceniamy negatywnie. Rynek amerykański jest wciąż słabo rozpoznany przez spółkę, co według nas zwiększa ryzyko dokonania nietrafionej inwestycji. Dodatkowo, biorąc pod uwagę rozmiar celu przejęcia wartość transakcji mogłaby sięgnąć 500 mln PLN (za większościowy pakiet) i w wypadku niepowodzenia fuzji negatywne skutki mogą być znacząco poważniejsze niż w przypadku niedawnych problemów Asseco z Uniquare.

Kolejnym argumentem przeciwko wchodzeniu na rynek amerykański w tym momencie jest obecna sytuacja gospodarcza w Stanach. Wciąż istnieje bowiem znaczące ryzyko spowolnienia ożywienia gospodarczego za oceanem, co nie obyłoby się bez wpływu na tamtejszy rynek informatyczny i kondycję finansową podmiotów na nim działających. Tymczasem z uwagi na fakt, że głównym źródłem finansowania transakcji byłyby najprawdopodobniej akcje własne trudno oczekiwać by koszt akwizycji zawierał jakiegokolwiek dyskonto za ryzyko, gdyż również cena akcji Asseco Poland w przeprowadzonej na potrzeby akwizycji byłaby z pewnością znacząco zaniżona. Tym samym nie jest wcale powiedziane, że implikowany parytet wymiany akcji Asseco i przejmowanego podmiotu byłby korzystniejszy niż w przypadku przejęcia przeprowadzonego w mniej niekorzystnym otoczeniu makroekonomicznym.

Dotychczasową politykę spółki w zakresie akwizycji, polegającą na przejmowaniu większej ilości mniejszych wyspecjalizowanych spółek z mocno zdefiniowanym portfolio produktów i klientów (de facto kupowanie produktów nie spółek) oceniamy bardzo pozytywnie. Ograniczała ona ryzyko operacyjne problemów restrukturyzacyjnych jak i wpływ ewentualnego niepowodzenia fuzji na działalność całej Grupy. Uwzględniając znacznie większe ryzyko związane z akwizycją w Stanach Zjednoczonych oraz dużą determinację zarządu, by sfinalizować zakup wprowadzamy do naszej wyceny dyskonto w wysokości połowy przewidywanej kwoty transakcji (250,0 mln PLN).

## Wycena

### Podsumowanie wyceny Asseco Poland

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	5459,8	50%	
Wycena porównawcza	4440,6	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	4394,5	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	4486,6	50%	
Dyskonto z tytułu akwizycji w USA	-250,0		
<b>Średnia</b>	<b>4700,2</b>		<b>5068,2</b>
na 1 akcję Asseco Poland			65,3

### Wycena na tle spółek porównawczych

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA oraz P/E dla zagranicznych spółek informatycznych na lata 2010-2012. Dla kolejnych lat przyjmujemy odpowiednio wagi 25%, 45% i 30%.

### Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla spółek informatycznych

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Microsoft Corp		6,8	5,9	5,5	11,6	10,0	9,0
Cap Gemini		6,2	5,2	4,7	17,1	13,1	11,2
SAP AG		10,2	9,0	8,2	16,4	14,2	12,8
Oracle Corp		8,7	7,3	6,8	14,0	11,8	10,6
Accenture Ltd		6,9	6,5	6,2	14,1	12,7	11,4
Indra Sistemas		7,7	7,3	6,8	10,6	10,3	9,5
Tietoerator		5,8	5,1	4,7	11,8	9,6	8,6
Atos Origin SA		4,3	4,0	3,7	11,6	9,5	8,3
LOGICA Plc		6,6	6,2	5,9	9,1	8,5	7,7
IBM		7,2	6,7	6,4	11,0	10,1	9,3
Comarch		10,6	6,0	5,1	30,0	14,3	12,2
Sygnity		8,8	4,8	3,7	-	13,1	7,8
Maksimum		10,6	9,0	8,2	30,0	14,3	12,8
Minimum		4,3	4,0	3,7	9,1	8,5	7,7
<b>Mediana</b>		<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>5,7</b>	<b>11,8</b>	<b>11,1</b>	<b>9,4</b>
Asseco Poland	55,0	<b>6,8</b>	<b>6,3</b>	<b>5,7</b>	<b>10,6</b>	<b>11,1</b>	<b>10,4</b>
premia / dyskonto		-2,9%	3,2%	0,7%	-10,6%	0,8%	10,8%
Asseco Poland adj		<b>6,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>	<b>9,8</b>	<b>10,4</b>	<b>9,7</b>
premia / dyskonto		-9,5%	-4,2%	-6,9%	-16,9%	-6,3%	3,0%

### Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Asseco Poland w okresie od 2010 do 2019 roku.
2. W okresie prognozy oraz po okresie objętym prognozą zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,4% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
3. Po okresie prognozy przyjmujemy wzrost FCF na poziomie 3,0%.
4. W wycenie posługujemy się długiem netto na koniec 2009 roku pomniejszonym o przeprowadzoną emisję akcji i powiększonym o wypłaconą dywidendę.
5. W wycenie akcji własnych stosujemy 15% dyskonto do wartości rynkowej akcji i traktujemy jako dodatkowe zasoby gotówkowe spółki.
6. Zdyskontowana wartość akcji własnych pomniejsza kapitalizację spółki w wycenie porównawczej.
7. Zysk netto 2010 roku w wycenie porównawczej korygujemy o wydarzenia jednorazowe.



## Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>3 193,7</b>	<b>3 389,2</b>	<b>3 616,2</b>	<b>3 886,0</b>	<b>4 089,3</b>	<b>4 280,4</b>	<b>4 479,7</b>	<b>4 653,3</b>	<b>4 831,4</b>	<b>5 016,5</b>	
zmiana	4,7%	6,1%	6,7%	7,5%	5,2%	4,7%	4,7%	3,9%	3,8%	3,8%	
<b>EBITDA</b>	<b>641,2</b>	<b>663,2</b>	<b>692,0</b>	<b>725,2</b>	<b>742,9</b>	<b>766,2</b>	<b>790,0</b>	<b>811,9</b>	<b>833,8</b>	<b>853,9</b>	
marża EBITDA	20,1%	19,6%	19,1%	18,7%	18,2%	17,9%	17,6%	17,4%	17,3%	17,0%	
Amortyzacja	123,7	126,2	128,8	130,9	133,0	135,1	137,2	139,5	141,6	141,6	
<b>EBIT</b>	<b>517,6</b>	<b>537,0</b>	<b>563,1</b>	<b>594,3</b>	<b>609,9</b>	<b>631,1</b>	<b>652,7</b>	<b>672,4</b>	<b>692,2</b>	<b>712,3</b>	
marża EBIT	16,2%	15,8%	15,6%	15,3%	14,9%	14,7%	14,6%	14,5%	14,3%	14,2%	
Opodatkowanie EBIT	98,3	102,0	107,0	112,9	115,9	119,9	124,0	127,8	131,5	135,3	
<b>NOPLAT</b>	<b>419,2</b>	<b>435,0</b>	<b>456,2</b>	<b>481,4</b>	<b>494,0</b>	<b>511,2</b>	<b>528,7</b>	<b>544,7</b>	<b>560,7</b>	<b>577,0</b>	
CAPEX	-311,8	-168,7	-176,6	-136,1	-139,1	-141,3	-143,4	-149,0	-141,6	-141,6	
Kapitał obrotowy	-13,9	-12,7	-14,5	-16,9	-8,0	-8,7	-17,6	-26,8	-15,3	-16,3	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>217,1</b>	<b>379,8</b>	<b>393,8</b>	<b>459,3</b>	<b>479,8</b>	<b>496,2</b>	<b>504,9</b>	<b>508,4</b>	<b>545,3</b>	<b>560,7</b>	<b>577,6</b>
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	
współczynnik dyskonta	96,7%	87,6%	79,3%	71,8%	65,0%	58,9%	53,3%	48,3%	43,7%	39,6%	
PV FCF	210,1	332,7	312,4	329,8	312,0	292,2	269,2	245,4	238,4	221,9	
<b>WACC</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>
Koszt długu	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Stopa wolna od ryzyka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	0,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy			3,0%	<b>Analiza wrażliwości</b>							
Wartość rezydualna (TV)			7 762,8	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)			3 072,6								
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy			2 764,1								
Wartość firmy (EV)			5 836,7								
Dług netto			-308,6								
Inne aktywa nieoperacyjne			254,0								
Udziałowcy mniejszościowi			939,5								
Wartość firmy			5 459,8								
Liczba akcji (mln)			77,6								
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>			<b>70,4</b>								
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego			7,8%								
<b>Cena docelowa</b>			<b>75,9</b>								
EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej			9,1								
P/E(*10) dla ceny docelowej			14,6								
Udział TV w EV			53%								

**Rachunek wyników**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 786,6</b>	<b>3 050,3</b>	<b>3 193,7</b>	<b>3 389,2</b>	<b>3 616,2</b>	<b>3 886,0</b>	<b>4 089,3</b>
<i>zmiana</i>	-	9,5%	4,7%	6,1%	6,7%	7,5%	5,2%
Oprogramowanie i usługi własne	1 519,2	1 654,4	1 753,9	1 868,1	2 000,4	2 157,5	2 278,5
Oprogramowanie i usługi obce	503,5	546,4	577,1	612,4	653,5	702,2	738,9
Sprzęt i infrastruktura	565,7	604,7	629,1	657,5	690,7	730,5	756,5
Outsourcing	100,1	111,6	121,1	131,9	144,4	159,0	171,4
Teleinformatyka	83,5	90,6	95,7	101,6	108,4	116,4	122,5
Pozostała sprzedaż	14,6	15,8	16,7	17,7	18,9	20,3	21,4
<b>Koszty sprzedanych produktów</b>	<b>1 810,1</b>	<b>2 007,2</b>	<b>2 135,7</b>	<b>2 282,0</b>	<b>2 451,7</b>	<b>2 652,8</b>	<b>2 810,9</b>
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>976,5</b>	<b>1 043,1</b>	<b>1 058,0</b>	<b>1 107,1</b>	<b>1 164,5</b>	<b>1 233,2</b>	<b>1 278,4</b>
Koszty sprzedaży	202,9	220,8	231,2	245,3	261,8	281,3	296,0
koszty ogólnego zarządu	276,7	302,3	307,0	322,5	337,3	355,2	370,0
<b>Zysk netto na sprzedaży</b>	<b>496,9</b>	<b>520,0</b>	<b>519,8</b>	<b>539,3</b>	<b>565,5</b>	<b>596,7</b>	<b>612,4</b>
Pozostała działalność operacyjna	-2,6	5,5	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5
<b>EBIT</b>	<b>494,3</b>	<b>525,5</b>	<b>517,6</b>	<b>537,0</b>	<b>563,1</b>	<b>594,3</b>	<b>609,9</b>
<i>zmiana</i>	-	6,3%	-1,5%	3,7%	4,9%	5,5%	2,6%
<i>marża EBIT</i>	17,7%	17,2%	16,2%	15,8%	15,6%	15,3%	14,9%
Wynik na działalności finansowej	-37,8	-8,5	4,3	25,3	44,7	67,8	94,4
Pozostałe	36,7	-2,6	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>493,2</b>	<b>514,4</b>	<b>523,5</b>	<b>564,0</b>	<b>609,7</b>	<b>664,0</b>	<b>706,2</b>
Podatek dochodowy	-93,7	-76,5	-58,0	-107,2	-115,8	-126,1	-134,2
Udziałowcy mniejszościowi	77,9	64,5	61,3	73,9	84,8	97,7	109,7
<b>Zysk netto</b>	<b>321,6</b>	<b>373,4</b>	<b>404,2</b>	<b>383,0</b>	<b>409,0</b>	<b>440,1</b>	<b>462,4</b>
<i>zmiana</i>	-	16,1%	8,3%	-5,3%	6,8%	7,6%	5,1%
<i>marża</i>	11,5%	12,2%	12,7%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Amortyzacja	97,6	120,5	123,7	126,2	128,8	130,9	133,0
<b>EBITDA</b>	<b>591,8</b>	<b>646,1</b>	<b>641,2</b>	<b>663,2</b>	<b>692,0</b>	<b>725,2</b>	<b>742,9</b>
<i>zmiana</i>	-	9,2%	-0,7%	3,4%	4,3%	4,8%	2,4%
<i>marża EBITDA</i>	21,2%	21,2%	20,1%	19,6%	19,1%	18,7%	18,2%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6
EPS	4,1	4,8	5,2	4,9	5,3	5,7	6,0
CEPS	5,4	6,4	6,8	6,6	6,9	7,4	7,7
ROAE	10,9%	9,2%	8,8%	7,6%	7,6%	7,6%	7,4%
ROAA	7,2%	6,5%	6,7%	5,9%	5,9%	6,0%	5,9%



## Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>AKTYWA</b>	<b>5 728,6</b>	<b>5 715,3</b>	<b>6 319,6</b>	<b>6 705,5</b>	<b>7 142,8</b>	<b>7 626,9</b>	<b>8 122,6</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>4 268,2</b>	<b>4 422,1</b>	<b>4 610,9</b>	<b>4 654,3</b>	<b>4 703,2</b>	<b>4 709,6</b>	<b>4 716,7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	334,5	366,9	395,1	401,5	408,7	409,4	410,4
Wartości niematerialne	2 615,7	2 636,7	2 796,7	2 832,8	2 873,4	2 877,8	2 883,1
Wartość firmy z konsolidacji	1 206,8	1 280,7	1 280,7	1 280,7	1 280,7	1 280,7	1 280,7
Aktywa finansowe	22,8	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4
Długoterminowe pożyczki	11,8	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Należności długoterminowe	40,3	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6
Środki pieniężne zastrzeżone	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	23,3	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	12,3	14,1	14,8	15,7	16,7	18,0	18,9
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>1 460,4</b>	<b>1 293,2</b>	<b>1 708,7</b>	<b>2 051,2</b>	<b>2 439,6</b>	<b>2 917,3</b>	<b>3 405,9</b>
Zapasy	61,3	45,7	54,4	64,4	75,9	89,4	94,7
Rozliczenia międzyokresowe	68,8	64,5	67,5	71,6	76,4	82,1	86,4
Należności handlowe	629,9	569,4	604,9	651,2	704,8	768,0	819,4
Inne należności	189,7	247,2	248,5	250,2	252,2	254,5	256,3
Aktywa finansowe	59,0	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7
Środki pieniężne	451,8	342,8	709,6	990,0	1 306,6	1 699,6	2 125,4
<b>PASYWA</b>	<b>5 728,5</b>	<b>5 715,3</b>	<b>6 319,6</b>	<b>6 705,5</b>	<b>7 142,8</b>	<b>7 626,9</b>	<b>8 122,6</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>3 782,8</b>	<b>4 318,2</b>	<b>4 887,1</b>	<b>5 222,7</b>	<b>5 601,6</b>	<b>6 016,7</b>	<b>6 456,7</b>
Kapitał akcyjny	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6
Kapitały rezerwowe	3 552,3	3 498,5	3 498,5	3 498,5	3 498,5	3 498,5	3 498,5
Zyski zatrzymane	451,8	785,2	1 083,4	1 345,1	1 639,2	1 956,6	2 287,0
Kapitały mniejszości	379,9	635,8	697,1	771,0	855,7	953,5	1 063,1
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>802,6</b>	<b>468,9</b>	<b>475,1</b>	<b>483,5</b>	<b>493,3</b>	<b>504,9</b>	<b>513,6</b>
Kredyty i pożyczki	88,5	30,6	30,6	30,6	30,6	30,6	30,6
Długoterminowe zobowiązania finansowe	578,3	303,8	303,8	303,8	303,8	303,8	303,8
Rezerwy	107,9	106,8	111,8	118,7	126,6	136,1	143,2
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	24,4	24,4	25,5	27,1	28,9	31,1	32,7
Pozostałe zobowiązania	3,6	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1 143,1</b>	<b>928,2</b>	<b>957,3</b>	<b>999,3</b>	<b>1 047,8</b>	<b>1 105,3</b>	<b>1 152,2</b>
Kredyty i pożyczki	103,8	102,1	102,1	102,1	102,1	102,1	102,1
Zobowiązania handlowe	291,0	282,2	300,3	327,1	358,2	394,8	426,0
Inne zobowiązania	479,3	308,4	308,4	308,4	308,4	308,4	308,4
Rezerwy	42,9	23,2	24,2	25,7	27,5	29,5	31,0
Rozliczenia międzyokresowe	226,2	212,4	222,4	236,0	251,8	270,6	284,7
Dług	192,3	132,6	132,6	132,6	132,6	132,6	132,6
Dług netto	-259,4	-210,2	-577,0	-857,4	-1 174,0	-1 566,9	-1 992,8
(Dług netto / Kapitał własny)	-6,9%	-4,9%	-11,8%	-16,4%	-21,0%	-26,0%	-30,9%
(Dług netto / EBITDA)	-0,4	-0,3	-0,9	-1,3	-1,7	-2,2	-2,7
<b>BVPS</b>	<b>48,8</b>	<b>55,7</b>	<b>63,0</b>	<b>67,3</b>	<b>72,2</b>	<b>77,6</b>	<b>83,2</b>



## Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>531,7</b>	<b>462,7</b>	<b>571,0</b>	<b>545,1</b>	<b>563,4</b>	<b>584,0</b>	<b>602,6</b>
Zysk brutto	493,2	514,4	523,5	564,0	609,7	664,0	706,2
Odsetki	37,8	8,5	-4,3	-25,3	-44,7	-67,8	-94,4
Amortyzacja	97,6	120,5	123,7	126,2	128,8	130,9	133,0
Kapitał obrotowy	140,0	-68,3	-13,9	-12,7	-14,5	-16,9	-8,0
Podatek	-77,0	-76,5	-58,0	-107,2	-115,8	-126,1	-134,2
Pozostałe	-159,8	-36,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-313,2</b>	<b>-495,4</b>	<b>-307,6</b>	<b>-143,4</b>	<b>-131,9</b>	<b>-68,3</b>	<b>-44,7</b>
CAPEX	-97,6	-456,8	-311,8	-168,7	-176,6	-136,1	-139,1
Inwestycje kapitałowe	-177,8	-30,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-37,8	-8,5	4,3	25,3	44,7	67,8	94,4
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-54,2</b>	<b>-86,7</b>	<b>103,4</b>	<b>-121,3</b>	<b>-114,9</b>	<b>-122,7</b>	<b>-132,0</b>
Dług	-70,8	-59,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	110,3	91,4	209,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-78,1	-118,4	-106,0	-121,3	-114,9	-122,7	-132,0
Inne	-15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>164,3</b>	<b>-119,4</b>	<b>366,8</b>	<b>280,4</b>	<b>316,6</b>	<b>393,0</b>	<b>425,8</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	451,8	342,8	709,6	990,0	1 306,6	1 699,6	2 125,4
DPS (PLN)	1,5	1,4	1,6	1,5	1,6	1,7	1,8
FCF	540,3	32,6	217,1	379,8	393,8	459,3	479,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,4%

## Wskaźniki rynkowe

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
P/E	13,3	11,4	10,6	11,1	10,4	9,7	9,2
P/CE	10,2	8,6	8,1	8,4	7,9	7,5	7,2
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
P/S	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0
FCF/EV	12,3%	0,7%	5,0%	9,1%	10,0%	12,6%	14,4%
EV/EBITDA	7,4	7,3	6,8	6,3	5,7	5,0	4,5
EV/EBIT	8,9	8,9	8,5	7,8	7,0	6,1	5,5
EV/S	1,6	1,5	1,4	1,2	1,1	0,9	0,8
DYield	2,8%	2,5%	2,8%	2,7%	2,9%	3,1%	3,3%

## Cena (PLN)

Liczba akcji na koniec roku (mln)	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6
MC (mln PLN)	4266,1	4266,1	4266,1	4266,1	4266,1	4266,1	4266,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	379,9	635,8	697,1	771,0	855,7	953,5	1063,1
EV (mln PLN)	4 386,6	4 691,7	4 386,2	4 179,7	3 947,9	3 652,6	3 336,5



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

#### Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

#### Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25  
[michal.stepkowski@dibre.com.pl](mailto:michal.stepkowski@dibre.com.pl)

#### Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46  
Kierownik Zespołu  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl)

#### „Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Emitent nie przekazał uwag do treści raportu.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla emitenta.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Asseco Poland**

Rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-11-19	2010-04-06
kurs z dnia rekomendacji	57,30	57,60
WIG w dniu rekomendacji	39985,30	43151,29