

Asseco Slovakia

sektor / branża: IT

Ticker: ACS

ISIN: PLSK1120009230

Kupuj

29,41 zł

Profil spółki

Asseco Slovakia zajmuje się oferowaniem oraz obsługą systemów informatycznych dla bankowości, ubezpieczeń oraz innych przedsiębiorstw. Spółka działa na Słowacji oraz w Czechach, gdzie pozostaje jednym z liderów rynku IT.

Dane podstawowe

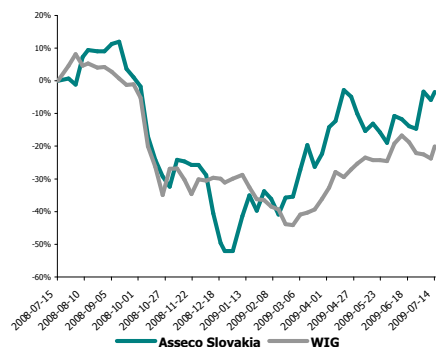
Kurs bieżący w PLN (14/07/09)	23,85
kurs bieżący w EUR (kurs EUR/PLN 4,3)	5,55
Wycena DCF (EUR)	6,32 €
Wycena porównawcza (EUR)	8,87 €
Wycena dywidendowa (EUR)	5,33 €
Liczba akcji (tys.)	21 360
Kapitalizacja (mln EUR)	118,5
EV (mln EUR)	127,9

Notowania

max cena 52 tygodnie (zł)	28,75
min cena 52 tygodnie (zł)	11,81
Średni wolumen obrotów	8991,0

Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
Asseco Poland	40,1%	40,1%
ING TFI	7,6%	7,6%
Pozostali	52,4%	52,4%



Analizyk:

Tomasz Manowiec

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Wyniki finansowe

Sytuacja makroekonomiczna na Słowacji jest trudna (spadek PKB w 1Q wyniósł 5,6%), mimo to w pierwszym kwartale spółce udało się utrzymać dodatnią dynamikę zarówno przychodów (wzrost o 2% r/r), jak również zysku netto (wzrost o 6% r/r). Charakterystyczny dla Asseco Slovakia był bardzo dynamiczny wzrost przychodów i zysków w poprzednich latach, przy czym był on zawdzięczany głównie przejęciom. Również w pierwszym kwartale tego roku do Grupy włączono dwie kolejne spółki zależne. Nastąpił jednak spadek marż na wszystkich poziomach, co przyczyniło się do pogorszenia wyników. Spadek zysków jest efektem słabszych rezultatów spółek zależnych, ponieważ jednostkowy wynik Asseco Slovakia uległ znacznej poprawie w stosunku do zeszłego roku.

Perspektywy rozwoju

Perspektywy dla spółki pozostają korzystne ze względu na dużą ilość potencjalnych kontraktów, jakie będą skierowane do realizacji na Słowacji zarówno w sektorze rządowym, jak również w prywatnych przedsiębiorstwach. Obecnie spółka posiada backlog, który wraz z przychodami za pierwszy kwartał zapewnia 75% zeszłorocznych przychodów. Silna pozycja na rynku powinna pozwolić Asseco zdobyć kolejne kontrakty, dzięki czemu wartość sprzedaży w bieżącym roku nie powinna znacząco odbiegać od tej z 2008 r. Natomiast w przyszłym roku, wraz z prognozowanym ożywieniem gospodarczym na Słowacji, popyt na produkty i usługi Asseco powinien zacząć odbudowywać się, co pozwoli wypracować znacznie lepsze wyniki. Bardzo możliwe, że popyt obecnie jest ograniczany ze względu na oszczędności i trudności finansowe. Poprawa koniunktury może spowodować kumulację zamówień i dynamiczny wzrost sprzedaży w kolejnych latach.

Obecnie duże nadzieje wiązane są z programem informatyzacji wprowadzanym przez administrację rządową Słowacji. W ramach tego programu realizowane będą projekty o bardzo dużej skali (łączna ich suma to kilkaset milionów euro do 2013 r.). Jako jeden z liderów rynku Asseco Slovakia ma bardzo duże szanse na wygranie wielu z tych projektów. Zaznaczyć należy jednak, że Asseco startuje w przetargach w konsorcjum z innymi podmiotami, przez co w rzeczywistości realizuje część projektu i otrzymuje część jego wartości. Również sektor prywatny nie rezygnuje z inwestycji. Asseco prowadzi rozmowy nt. kilku znaczących kontraktów dla instytucji finansowych w Czechach i na Słowacji.

Wycena

Przyjęte przez nas założenia do modelu DCF implikują wartość jednej akcji Asseco Slovakia na poziomie 6,32 euro. Z kolei metoda porównawcza pozwoliła wyznaczyć wartość jednej akcji w wysokości 8,87 euro. Asseco Slovakia regularnie wypłaca dywidendę, co umożliwiło zastosowanie metody dywidendowej do wyceny, dając wartość akcji na poziomie 5,33 euro. Ostatecznie ustalamy cenę docelową jako średnią z powyższych wartości na poziomie 6,84 euro, czyli 29,41 zł.

Atrakcyjne wskaźniki, niskie zadłużenie (dług netto wynosi 9,4 mln EUR) oraz wysoka dywidenda wypłacana akcjonariuszom pozwalają oczekiwać, że w najbliższym czasie spółka może performować lepiej niż rynek. Dużym atutem Spółki jest silna pozycja na słowackim i czeskim rynku IT. Spółka posiada również dużo gotówki, którą może wykorzystać na akwizycje korzystnie wpływające na wyniki. Powyższe czynniki pozwalają pozytywnie ocenić perspektywy dla Spółki oraz jej notowań. W związku z tym oraz ze względu na fakt, że cena docelowa znacznie przewyższa obecne notowania, wydajemy rekomendację KUPUJ dla Asseco Slovakia.

mln EUR	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	82,3	148,2	134,1	146,2	168,1	179,8
zmiana r/r (%)	75,1%	80,1%	-9,5%	9,0%	15,0%	7,0%
EBITDA	15,1	24,6	21,3	26,3	33,7	35,2
EBIT	12,1	18,1	14,6	15,9	20,4	21,6
marża EBIT (%)	14,7%	12,2%	10,9%	10,9%	12,1%	12,0%
Zysk netto	9,9	16,3	12,0	13,0	16,4	17,3
marża netto (%)	12,0%	11,0%	9,0%	8,9%	9,8%	9,6%
EPS (zł)	0,46	0,76	0,56	0,61	0,77	0,81
DPS (zł)	0,33	0,31	0,47	0,34	0,39	0,49
P / E	12,0	7,3	9,8	9,1	7,2	6,9
EV / EBITDA	8,5	5,2	6,0	4,9	3,8	3,6

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wyceny spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych;
- metody porównawczej;
- metody dywidendowej.

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży. Natomiast metoda dywidendowa oparta jest o zdyskontowane wypłaty Spółki na rzecz inwestorów.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki Asseco Slovakia w wysokości 134,9 mln euro, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 6,32 euro. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając przyszłych akwizycji;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 6,2%, natomiast premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych);
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 1,5% w skali roku;
- koszt kapitału obcego przyjęliśmy na stałym poziomie dla całego okresu prognozy (4%);
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany Spółki oraz wartość nakładów odtworzeniowych;
- wielkość zadłużenia długoterminowego Spółki będzie się zmniejszać wraz z harmonogramem spłat obecnych kredytów, natomiast zadłużenie krótkoterminowe uzależnione jest od kapitału obrotowego netto;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata uzależniony jest od wzrostu wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5-6% w skali roku;
- w prognozie zakładamy wypłatę dywidendy przez Spółkę w wysokości 60% wypracowanego zysku netto;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności będą zbiegać do średniego poziomu w branży (odpowiednio 45, 6 i 85 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości w prognozie wyrażone są nominalnie w euro;
- cena akcji została wyliczona na dzień 1.07.2009 r.

Tab. Wycena metodą DCF

(mln EUR)	2H 2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	76,2	146,2	168,1	179,8	188,8	198,3	208,2	218,6	229,5	241,0
EBIT	9,7	15,9	20,4	21,6	21,6	25,4	26,4	27,5	28,7	34,4
<i>Efektywna stopa podatkowa</i>	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	7,8	12,9	16,5	17,5	17,5	20,6	21,4	22,3	23,3	27,8
Amortyzacja	3,3	10,4	13,3	13,7	15,3	13,2	14,1	15,0	15,8	12,3
CAPEX	12,0	16,5	16,0	15,5	15,0	14,5	14,0	13,5	13,0	12,3
Inwestycje w kapitał obrotowy	1,9	4,2	5,8	6,2	6,5	1,7	1,8	7,0	1,7	1,8
FCFF	-2,7	2,6	8,1	9,5	11,3	17,6	19,7	16,7	24,3	26,0
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Koszt kapitału własnego	13,5%	13,1%	12,9%	12,8%	12,6%	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Koszt długu	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
% kapitału własnego	80,8%	84,5%	87,6%	90,2%	92,4%	93,1%	94,4%	94,3%	94,2%	94,2%
% długu	19,2%	15,5%	12,4%	9,8%	7,6%	6,9%	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%
WACC	11,5%	11,6%	11,7%	11,8%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Suma DFCF	63,7									
Wartość rezydualna (TV)	252,0									
Zdyskontowana TV	77,5									
Wartość działalności operacyjnej	141,1									
Gotówka netto	-6,2									
Wartość kapitału własnego	134,9									
Liczba akcji (mln szt.)	21,4									
Wartość 1 akcji (1.07.2009)	6,32 €									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Poniżej przedstawiamy analizę wyceny DCF na przyjęte w modelu założenia odnośnie wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy. Wycena charakteryzuje się nieznaczną wrażliwością na niewielkie zmiany zarówno tempa wzrostu przepływów w nieskończoność, jak również wartości WACC. Przyjęte przez nas założenia pozwoliły wyznaczyć cenę na poziomie 6,32 euro.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny DCF na zmianę przyjętych założeń

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	-1,0	6,81	7,03	7,27	7,54	7,84
	-0,5	6,37	6,56	6,77	7,00	7,25
	0,0	5,97	6,13	6,32	6,52	6,74
	+0,5	5,60	5,75	5,91	6,08	6,28
	+1,0	5,27	5,40	5,54	5,69	5,86

Źródło: BM BGŻ.

Wycena porównawcza

Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację).

Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki dla spółek działających w tym samym obszarze co Asseco Slovakia. Zarówno Asseco Poland, jak również Comarch i Sygnity zajmują się oferowaniem oprogramowania i rozwiązań systemowych dla przedsiębiorstw, sektora publicznego i innych podmiotów. Również pod względem wielkości są zbliżone do Asseco Slovakia, z wyjątkiem Asseco Poland, która jest jednym z największych graczy na rynku europejskim. Wycena została oparta o wyniki ubiegłego roku i prognozy na bieżący oraz przyszły rok obrotowy.

Tab. Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P
Asseco Poland	9,5	9,1	8,8	7,9	7,6	7,4	12,9	12,6	12,0
Comarch	7,1	13,0	12,0	4,9	5,4	5,0	35,9	18,4	17,0
Sygnity	20,6	14,0	14,0	4,2	4,2	4,4	-	19,9	13,8
Średnia	12,4	12,0	11,6	5,7	5,7	5,6	24,4	17,0	14,3
Asseco Slovakia									
Wartość wskaźnika	7,2	8,5	7,9	5,3	5,9	4,7	6,4	9,8	9,1
Implikowana cena 1 akcji	9,80	7,93	8,33	6,00	5,41	6,58	15,30	9,56	8,66
Wagi dla wskaźników	33,3%			33,3%			33,3%		

Wycena 1 akcji 8,87 €

Źródło: BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Wycena porównawcza wskazuje na znaczne niedowartościowanie akcji Asseco Slovakia w stosunku do uzyskiwanych przez nią wyników. Średnia ważona z implikowanych cen wyliczonych na podstawie opisanych wyżej wskaźników (przy założeniu równych wag) dała wartość jednej akcji spółki Asseco Slovakia na poziomie 8,87 euro. Pozwala to oczekiwać, że notowania w najbliższym czasie mogą wzrosnąć, równając wskaźniki Spółki do średnich rynkowych.

Wycena dywidendowa

Asseco Slovakia jest notowana na GPW dopiero od 2006 r., jednak Spółka w każdym roku wypłacała dywidendę swoim akcjonariuszom. Za ubiegły rok obrotowy było to 0,47 euro, dając wysoki zwrot w stosunku do bieżącej ceny. Systematyczność w wypłacaniu dywidendy pozwala wykorzystać metodę dywidendową do wyceny Spółki. Dyskontując kolejne przepływy dla akcjonariuszy otrzymaliśmy ich wartość na jedną akcję w wysokości 5,33 euro.

Tab. Wycena dywidendowa

(mln EUR)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Dywidenda	7,2	7,8	9,8	10,4	10,3	12,1	12,7	13,3	14,0	16,9
Mnożnik dyskonta	0,90	0,80	0,72	0,64	0,57	0,51	0,46	0,41	0,36	0,33
Wartość bieżąca	6,5	6,3	7,1	6,7	5,9	6,2	5,8	5,5	5,1	5,5
Suma bieżących wartości wypłat	60,5									
Wartość rezydualna (TV)	163,8									
Zdyskontowana TV	53,4									
Wartość Asseco Slovakia	113,9									
Liczba akcji (mln)	21,4									
Wartość 1 akcji	5,33 €									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Podsumowanie wyceny

Ostateczną wycenę akcji uzyskaliśmy, obliczając średnią ważoną z ceny uzyskanej metodą DCF, wyceny porównawczej ze spółkami krajowymi oraz wyceny dywidendowej, nadając wszystkim wartościom równe wagi (33%). W wyniku naszych szacunków cenę docelową dla Asseco Slovakia ustalamy na 6,84 euro. Ponieważ wycena została sporządzona w obcej walucie, jest ona wrażliwa na zmiany kursu EUR/PLN. Przeliczając uzyskaną wartość na polską walutę przy bieżącym kursie 4,3 za euro, otrzymujemy cenę docelową na poziomie 29,41 zł. Z uwagi na to, że cena docelowa różni się od ceny rynkowej o więcej niż 10%, zgodnie z metodologią wydawanych przez nas rekomendacji, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację **KUPUJ** dla **Asseco Slovakia**.

Tab. Podsumowanie wyceny

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	6,32	33%
metoda dywidendowa	5,33	33%
metoda porównawcza	8,87	33%
Asseco Slovakia		
wycena akcji w EUR	6,84 €	
wycena akcji w PLN	29,41 zł	
obecna cena akcji	23,85 zł	

Źródło: BM BGŻ.

Tab. Zależność ceny docelowej od kursu EUR/PLN

kurs EUR/PLN	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6
Wycena akcji	27,36 zł	28,04 zł	28,72 zł	29,41 zł	30,09 zł	30,78 zł	31,46 zł

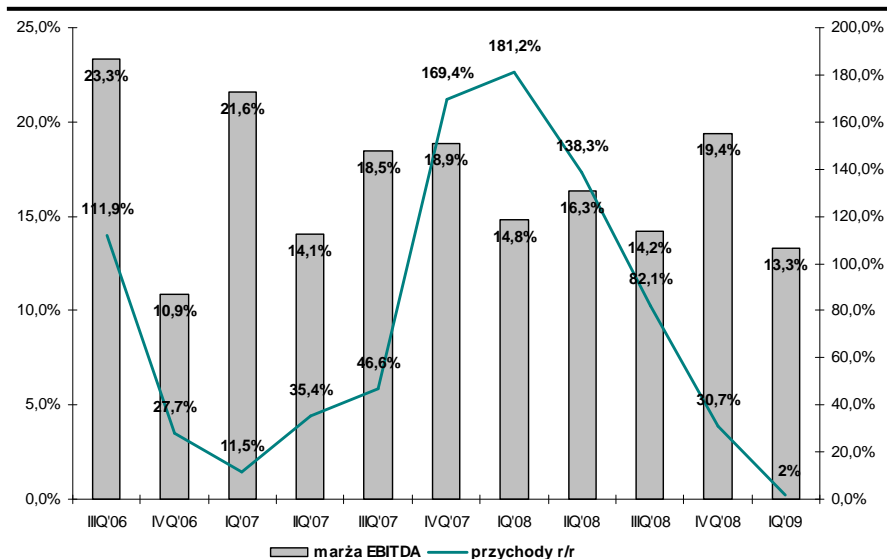
Źródło: BM BGŻ.

Charakterystyka Spółki

Wyniki finansowe

Cechą charakterystyczną Asseco Slovakia w ostatnich latach był bardzo dynamiczny wzrost przychodów. Sprzyjająca koniunktura w gospodarce Słowacji oraz wysoki popyt na oprogramowanie wspomagały silny rozwój organiczny, który dodatkowo wzmacniany był przez przejęcia kolejnych spółek powiększających Grupę Kapitałową. W efekcie przychody rosły z roku na rok w szybkim tempie, czasem osiągając nawet trzycyfrową dynamikę w stosunku do poprzedniego roku, co zostało pokazane na poniższym wykresie. Największe wzrosty na przełomie 2007 i 2008 r. zawdzięczane są włączeniu do Grupy w tym czasie spółek Asseco Czech Republic, Disig, UNIQUARE Software Development i LCS International. W ostatnich kwartałach dynamika nieco osłabła w związku brakiem nowych znaczących akwizycji oraz słabszym popytem na produkty Asseco.

Rys. Dynamika przychodów oraz marża EBITDA Asseco Slovakia



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Uzyskiwana rentowność w Grupie Asseco Slovakia charakteryzuje się dużą stabilnością na wszystkich poziomach. Marża brutto ze sprzedaży wykazywała wzrostową tendencję aż do ubiegłego roku, osiągając bardzo wysoki w branży informatycznej poziom (prawie 40%). Poprawa marży połączona z dynamicznym przyrostem sprzedaży przełożyły się na bardzo szybki wzrost wykazywanego zysku brutto ze sprzedaży.

Marża na kolejnych poziomach również jest wysoka, a jej stabilność potwierdza, że istnieje możliwość utrzymania takiego poziomu w dłuższym okresie. Od wielu kwartałów marża zysku EBITDA utrzymuje się w granicach kilkunastu procent, nie schodząc poniżej poziomu 13%. Natomiast marża operacyjna nieznacznie spadała w ostatnim roku do poziomu 12%. Bardzo stabilna jest za to marża netto, która waha się od 9 do 10%, czyli na bardzo wysokim poziomie. Oczekiwania Zarządu Asseco Slovakia co do marż są wyższe niż ich obecne poziomy, jednak potencjał do ich zwiększania wydaje się ograniczony, szczególnie w obecnej sytuacji na rynku.

Pod względem zadłużenia Grupa Asseco prezentuje się także bardzo korzystnie, ponieważ stosunek długu do kapitałów własnych, jak również w stosunku do wartości zysku EBITDA pozostają na raczej niskich i bezpiecznych poziomach. Skutkiem niskiego zadłużenia Grupy jest niewielka wartość płaconych odsetek od tych zobowiązań, w związku z czym wynik netto nie jest obciążany wysokimi kosztami finansowymi,

a wskaźnik obrazujący zdolność do obsługi zadłużenia charakteryzuje się bardzo bezpiecznymi wartościami, dzięki czemu ryzyko finansowe Grupy jest raczej niskie. Warto też zaznaczyć, że nie wszystkie środki pozyskane z ostatniej emisji akcji zostały już wykorzystane, przez co bilans Grupy wykazuje wysoki poziom dostępnej gotówki, poprawiając wskaźniki płynności.

Tab. Wyniki finansowe Asseco Slovakia

(mln EUR)	2006	2007	2008	2009P
Przychody ogółem	38,0	73,4	142,6	134,1
<i>zmiana r/r</i>	<i>81,1%</i>	<i>93,1%</i>	<i>94,3%</i>	<i>-6,0%</i>
Zysk brutto ze sprzedaży	12,5	27,0	56,2	49,4
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>32,9%</i>	<i>36,8%</i>	<i>39,4%</i>	<i>36,8%</i>
EBIT	5,5	10,8	17,4	14,6
<i>marża operacyjna</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,7%</i>	<i>12,2%</i>	<i>10,9%</i>
EBITDA	7,1	13,5	23,6	21,3
Zysk brutto	4,5	11,2	19,0	14,9
Zysk netto	3,8	6,8	13,4	12,0
<i>marża netto</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,0%</i>
Dług/kapitał własny	0,1	0,4	0,4	0,3
Dług/EBITDA	0,5	1,4	1,3	1,2
EBIT/odsetki	23,1	37,3	17,0	26,0
Przepływy z działalności operacyjnej	9,9	-0,5	31,2	12,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,6	-18,3	-20,3	-26,0
Przepływy z działalności finansowej	20,9	2,2	21,4	-10,9
Przepływy finansowe netto	26,2	-16,6	32,3	-24,8

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Grupa Asseco Slovakia uzyskuje dodatnie przepływy z działalności operacyjnej. Wyjątkiem był tylko 2007 r., kiedy znacząco wzrosły należności, powodując ujemny wynik na kapitale obrotowym. Ubiegły rok był już znacznie lepszy pod tym względem i Grupa wykazała ponad 30 mln euro z przepływów operacyjnych. Natomiast przepływy z działalności inwestycyjnej w każdym roku mają ujemną wartość ze względu na aktywnie prowadzoną politykę akwizycyjną, która powoduje, że spore sumy wydawane były na kolejne przejęcia i włączanie spółek zależnych do Grupy. Sama działalność operacyjna również wymaga nakładów na sprzęt komputerowy, oprogramowanie i różne licencje. W efekcie saldo z działalności inwestycyjnej wskazywało na wydatki rzędu kilkunastu, czy nawet 20 mln euro. Saldo z działalności finansowej jest dodatnie, ponieważ w 2006 oraz w 2008 r. Asseco Slovakia przeprowadziła z powodzeniem emisje nowych akcji, natomiast w 2007 r. zaciągnęła kredyty na sfinansowanie akwizycji. Podkreślenia wymaga fakt, że Grupa w każdym roku wypłacała hojną dywidendę dla akcjonariuszy (za ubiegły rok było to ponad 10 mln euro, co dało 0,47 euro na akcję).

PIERWSZY KWARTAŁ 2009 R. i PROGNOZA NA 2009 R.

Pierwszy kwartał bieżącego roku był bardzo podobny do analogicznego kwartału w poprzednim roku. Wielkość przychodów była praktycznie identyczna, podobnie jak wartość zysku netto. Widoczny był jednak spadek marż osiąganych przez Grupę, przez co wynik operacyjny oraz EBITDA były znacznie gorsze niż przed rokiem. Skompensowane to zostało wynikiem na udziałach mniejszości, przez co ostateczny wynik przypadający podmiotowi dominującemu okazał się być minimalnie wyższy.

Porównanie z ostatnim kwartałem ubiegłego roku wypada natomiast bardzo źle z powodu dużego natężenia zamówień w tamtym okresie wynikającego z przystosowania wielu firm i instytucji do przejścia na euro od stycznia 2009 r. W efekcie wielkość przychodów była rekordowa, natomiast rentowność utrzymywała się na wysokim poziomie. Spowodowało to, że osiągnięte wyniki były wyśrubowane i trudne do powtórzenia w kolejnych miesiącach.

Tab. Wyniki Grupy Asseco Slovakia w pierwszym oraz prognoza na drugi kwartał 2009 r.

(mln EUR)	1Q 2008	4Q 2008	1Q 2009	zmiana r/r	zmiana q/q	2Q 2009P
Przychody	28,2	51,6	28,9	2,4%	-43,9%	29,0
Zysk brutto ze sprzedaży	12,2	22,8	10,5	-13,5%	-53,7%	10,6
<i>rentowność brutto ze sprzedaży</i>	43,2%	44,2%	36,5%	-6,7 p.p.	-7,7 p.p.	36,7%
EBITDA	4,2	10,1	3,8	-8,1%	-61,9%	4,4
EBIT	3,1	7,2	2,4	-22,3%	-67,1%	2,6
<i>rentowność operacyjna</i>	10,8%	14,0%	8,2%	-2,6 p.p.	-5,8 p.p.	8,9%
Zysk netto	1,9	5,6	2,0	6,1%	-64,1%	2,2
<i>rentowność netto</i>	6,7%	10,8%	6,9%	-0,2 p.p.	-3,9 p.p.	7,7%

Źródło: Spółka, BM BGZ.

P - prognoza BM BGZ

Drugi kwartał 2009 r. powinien być zbliżony do poprzedniego zarówno pod względem wartości przychodów, jak również pod względem wypracowanych zysków. Rentowność sprzedaży prawdopodobnie będzie podobna do tej z pierwszego kwartału ze względu na silną konkurencję na rynku i ograniczoną liczbę nowych zleceń. Zakładamy zatem, że wartość sprzedaży w okresie kwiecień-czerwiec wyniesie ok. 29 mln euro, EBITDA 4,4 mln euro, natomiast zysk netto 2,3 mln euro.

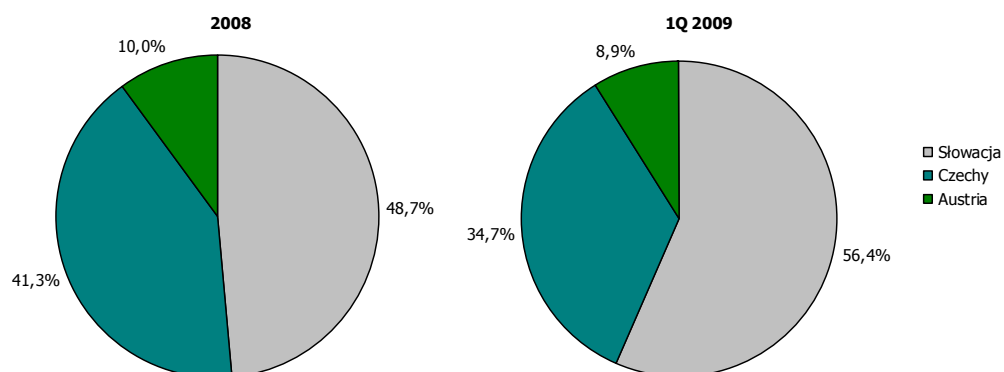
Większe oczekiwania związane są z drugą połową roku. Mimo trwającego spowolnienia istnieje szansa na osiągnięcie dobrego wyniku ze względu na kilka ważnych kontraktów, jakie Grupa może pozyskać w tym okresie. Chodzi tu o stworzenie systemu operacyjnego dla jednego z ważniejszych banków na Słowacji, jednego z banków w Czechach oraz inne projekty. Dodatkowo duże nadzieje rodzi wprowadzany przez rząd słowacki projekt informatyzacji w służbie zdrowia, na który przetarg ma być rozstrzygnięty w trzecim kwartale. Projekt ten ma opiewać na ok. 100 mln euro, z czego znaczna część znajduje się w kompetencjach spółek z grupy Asseco.

Na koniec drugiego kwartału Grupa Asseco Slovakia posiadała backlog (zapewnione zamówienia) na ponad 77 mln euro, co w połączeniu z przychodami za pierwszy kwartał daje już ponad 105 mln euro przychodów w 2009 r. Pozyskanie wielu nowych kontraktów może być jednak trudne, w związku z czym zakładamy niewielki spadek sprzedaży w stosunku do ubiegłego roku. Trochę niższa rentowność spowoduje również, że wypracowany zysk będzie nieco niższy niż w 2008 r. Mimo to będzie to nadal wynik na przyzwoitym poziomie. Należy również zaznaczyć, że nie bierzemy pod uwagę w tej prognozie ewentualnych akwizycji, które są bardzo prawdopodobne ze względu na dużą ilość gotówki w Grupie. Włączenie kolejnych spółek zależnych do Grupy pozwoliłoby na osiągnięcie dodatniej dynamiki przychodów i zysku.

Segmenty działalności

Działalność Grupy Kapitałowej Asseco Slovakia odbywa się na obszarze trzech państw – Słowacji, Czech i Austrii. Największa część sprzedaży generowana jest na Słowacji, skąd pochodzi ok. połowa przychodów Grupy. Drugim pod względem znaczenia rejonem są Czechy, które odpowiadają za ok. 40% sprzedaży. Natomiast reszta przychodów pochodzi z Austrii. Obecnie, po wprowadzeniu euro na Słowacji od stycznia tego roku, ok. 60% przychodów denominowanych jest w euro, a pozostała ich część w koronach czeskich.

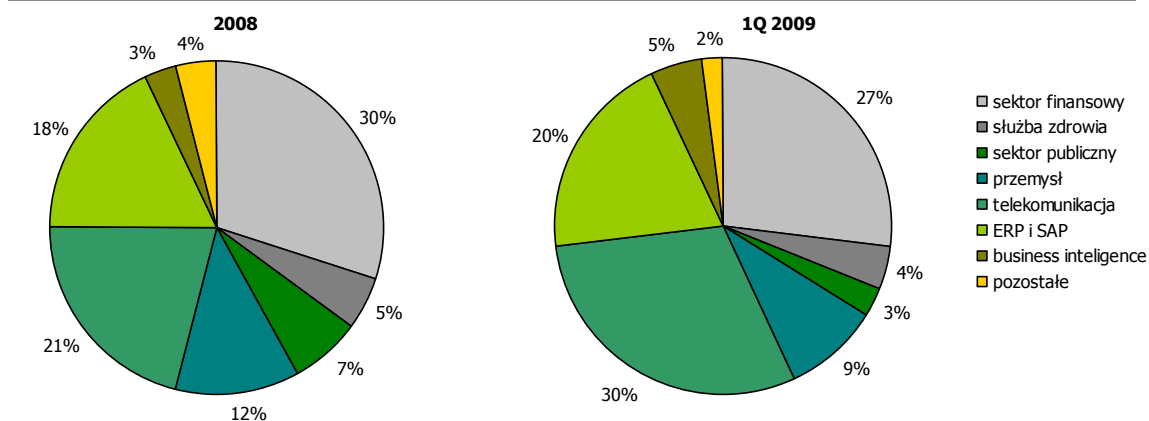
Rys. Geograficzna struktura przychodów Grupy Asseco Slovakia



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Grupa Asseco Slovakia posiada bardzo szeroką paletę produktów i usług oferowanych klientom w kilku segmentach. Najważniejszy dla Grupy jest segment finansowy, czyli bankowość i ubezpieczenia. Ostatnio na znaczeniu zyskują telekomunikacja oraz oprogramowanie dla firm (ERP i SAP). Oprócz tego Grupa oferuje swoje rozwiązania podmiotom w służbie zdrowia oraz administracji publicznej a także innym mniej znaczącym odbiorcom. Poniżej znajduje się charakterystyka działalności Grupy w poszczególnych segmentach.

Rys. Struktura przychodów Grupy Asseco Slovakia w podziale na segmenty działalności



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

BANKOWOŚĆ I UBEZPIECZENIA

Sektor finansowy, czyli bankowość i ubezpieczenia, odgrywa najważniejszą rolę w Grupie Asseco Slovakia. W poprzednim roku zamówienia koncentrowały się na dostosowaniach związanych z przejściem słowackiej gospodarki na euro, co spowodowało wzrost sprzedaży i zwiększenie udziału tego segmentu w przychodach Grupy do 30%. Do najważniejszych klientów w tym segmencie należą Postova Banka, Eximbanka, VSZP, czy Consumer Finance Holding.

Produktami oferowanymi bankowości są głównie StarBANK i eStarBANK oraz systemy obsługujące karty płatnicze (StarCARD). Pierwszy z nich zapewnia obsługę całego systemu bankowości indywidualnej i międzybankowej dla średnich i dużych banków. Jego wersja dla bankowości elektronicznej (eStarBANK) zapewnia obsługę bankowości przez Internet i związane z nią usługi. Natomiast StarCARD ma za zadanie wspierać wszystkie czynności związane z obsługą kart płatniczych (rozliczanie transakcji, autoryzację i zarządzanie kartami). W sektorze ubezpieczeń duże znaczenie mają systemy StarINS i SofiSTAR, które służą do obsługi front-office i back-office.

SŁUŻBA ZDROWIA

Przychody z segmentu zdrowotnego wykazują się stabilnością, przez co ich udział w strukturze całej sprzedaży zmniejsza się na przestrzeni ostatnich lat i obecnie wynosi on kilka procent. Asseco Slovakia przygotowuje oprogramowanie wykorzystywane do pobierania składek ubezpieczeniowych oraz obsługi ewidencji rachunkowej. Flagowym produktem jest tu Mediform oferujący oprogramowanie dla administrowania i zarządzania działalnością spółek ubezpieczenia zdrowotnego. Asseco realizowało również projekt dla Ministerstwa Zdrowia Słowacji, a obecnie wiąże duże oczekiwania z projektem eHealth, będącym kompleksowym systemem informatycznym służby zdrowia na Słowacji.

SEKTOR PUBLICZNY

Zlecenia uzyskiwane od sektora publicznego mają rosnące znaczenie dla Grupy Asseco Slovakia. W 2008 r. wartość projektów zrealizowanych w sektorze publicznym wyniosła prawie 10 mln euro i była niemal dwukrotnie większa niż w 2007 r. Klientami Asseco Czech Republic było m. in. Ministerstwo Transportu, Ministerstwo Spraw Zagranicznych, czy miasto Praga. Obecnie duże nadzieje związane są z programem informatyzacji społeczeństwa na Słowacji, na który w kilkuletnim horyzoncie przeznaczony będzie ok. 1 mld euro (projekty wielu ministerstw oraz odpowiednika polskiego NIK czy też system do obsługi autostrad). Grupa Asseco ma duże szanse na wygranę wielu przetargów i pozyskanie licznych kontraktów.

ERP i SAP

Sprzedaż oprogramowania ERP funkcjonuje w Grupie Asseco Slovakia od 2007 r. i bardzo dynamicznie rośnie (w 2008 r. wzrost o ponad 100%). Ofertę tę przygotowują spółki Datalock i LCS International, które będą działać wspólnie jako Asseco Solutions. Głównymi klientami pozostają małe i średnie przedsiębiorstwa oraz administracja. Obecnie w gronie klientów znajduje się ponad 7000 podmiotów. Dywizja ta będzie nadal dynamicznie rozwijana.

TELEKOMUNIKACJA I INNE

Oferta telekomunikacyjna rozwijana jest przez spółkę zależną Slovanet, która jest jednym z największych dostawców usług teleinformatycznych na Słowacji. Oferowane produkty obejmują połączenia internetowe i telefoniczne, prywatne sieci oraz usługi bezpieczeństwa sieci. Dynamika rozwoju jest bardzo wysoka, głównie dzięki kolejnym przejęciom małych lokalnych dostawców. Pozostała grupa przychodów obejmuje aplikacje i systemy zapewniające wsparcie w zarządzaniu przedsiębiorstwem na wszystkich poziomach

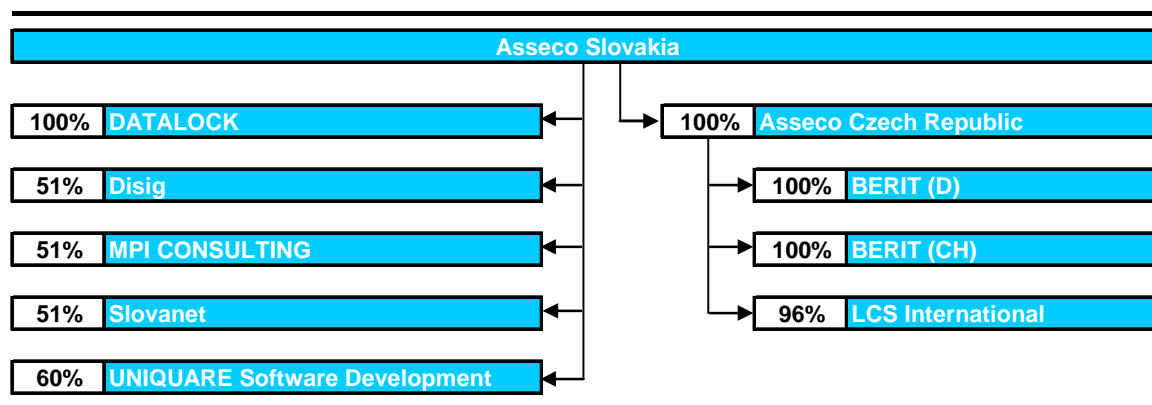
oraz służące do przechowywania danych, a także do ogólnych prac administracyjnych w firmie. Dodatkową usługą jest również tworzenie stron i portali internetowych.

We wszystkich opisanych wyżej segmentach Asseco Slovakia zapewnia rozbudowany i profesjonalny serwis, a oferowane rozwiązania charakteryzują się wysoką jakością, co zostało potwierdzone wieloma nagrodami uzyskiwanymi przez poszczególne systemy stworzone przez podmioty z Grupy. Pozwala to oczekiwać, iż pozycja Asseco Slovakia na rynku słowackim i czeskim pozostanie nadal silna, a potencjał rozwoju będzie się stale powiększał.

Struktura Grupy Kapitałowej

Od czasu podjęcia strategicznej współpracy z Asseco Poland w 2004 r. (ówczesny COMP Rzeszów) Asseco Slovakia tworzy silną grupę firm softwarowych w Europie Środkowo-wschodniej, powiększając swoją Grupę Kapitałową przez kolejne akwizycje. Wszystkie spółki zależne są konsolidowane, poniżej znajduje się charakterystyka ich działalności. Wyróżnić można spółki bezpośrednio zależne od Asseco Slovakia (Datalock, Disig, MPI Consulting, Slovanet, Uniquare Software Development i Asseco Czech Republic) oraz spółki pośrednio zależne od Asseco Slovakia, należące do Asseco Czech Republic (Berit D, Berit CH i LCS International).

Rys. Struktura Grupy Kapitałowej Asseco Slovakia



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Asseco Slovakia, jako podmiot dominujący w Grupie, ma bardzo silną pozycję na rynku IT na Słowacji. Spółka jest integratorem i producentem systemów IT dla sektora finansowego, sektora przedsiębiorstw oraz instytucji publicznych. Do głównych klientów spółki należą banki, instytucje ubezpieczeniowe czy kasy mieszkaniowe. Poza tym w ofercie znajdują się również systemy kart płatniczych, systemy obsługujące handel elektroniczny oraz obsługę call center.

Spółka **DATALOCK** jest jednym z liderów w dziedzinie zakładowych systemów informatycznych na rynku słowackim. Aktualnie oferuje całą gamę rozwiązań ERP oraz rozwija i dostarcza ekonomiczne systemy informatyczne dla administracji oraz systemy zarządzania dla hoteli i zakładów gastronomicznych.

Spółka **Disig** jest liderem rynku słowackiego w obszarze usług certyfikowanych w zakresie podpisu elektronicznego. Disig świadczy również usługi w zakresie wdrażania podpisu elektronicznego w przedsiębiorstwach oraz usługi bezpieczeństwa elektronicznego i ochrony danych.

MPI Consulting koncentruje się na świadczeniu usług doradztwa w zakresie implementacji finansowego systemu informatycznego SAP R/3, jednocześnie oferując wdrażanie i sprzedaż systemów SAP.

Slovanet jest największym na Słowacji operatorem i dostawcą usług szybkiego Internetu oraz usług telekomunikacyjnych. W ofercie spółki zawiera się dostęp do Internetu, telefonu i telewizji cyfrowej. Klientami spółki są zarówno małe i średnie przedsiębiorstwa, jak również gospodarstwa domowe i duże organizacje. W ubiegłym roku spółka wykazała się największą dynamiką sprzedaży w usługach telekomunikacyjnych na Słowacji.

UNIQUARE Software Development specjalizuje się w oprogramowaniu dla sektora bankowego. Oferta produktowa zawiera gotowe do użytku rozwiązania standardowe oraz zindywidualizowane i dopasowane do potrzeb klienta wraz z usługami doradczymi.

Asseco Czech Republic jest czeskim filarem Grupy Kapitałowej Asseco. Spółka jest jednym z liderów wśród dostawców zaawansowanych rozwiązań IT na rynku czeskim, a jej głównymi klientami są organy administracji rządowej i samorządowej. Dodatkowo w ofercie Spółki znajdują się systemy ERP dla przedsiębiorstw oraz dostawa i obsługa rozwiązań dla instytucji finansowych i towarzystw ubezpieczeń zdrowotnych.

BERIT, podobnie jak LCS International, jest pośrednio zależna od Asseco Slovakia. Są to spółki działające w Słowacji, Czechach, Niemczech i w Szwajcarii, których podstawowym obszarem działania są systemy informacji geograficznej oraz systemy zarządzania siecią dystrybucyjną.

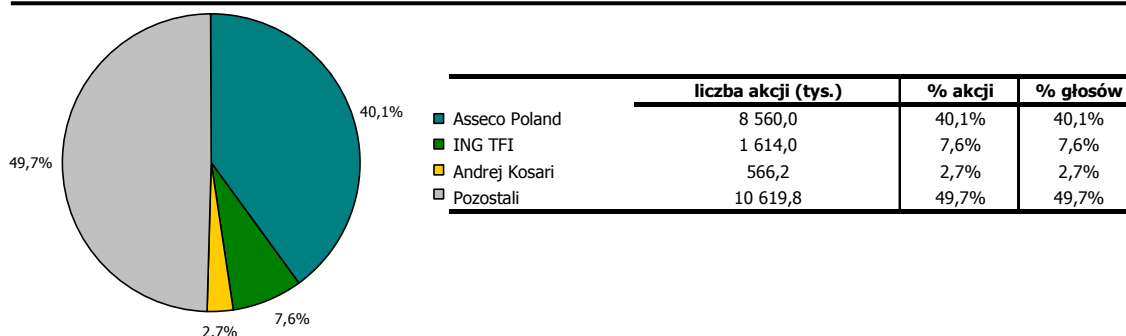
LCS International ma silną pozycję na rynku czeskim w segmencie ERP. Spółka zajmuje się rozwojem, wdrażaniem i obsługą wyspecjalizowanych systemów informatycznych dla produkcji, usług i handlu.

W najbliższym czasie zajdą pewne zmiany organizacyjne w strukturze Grupy Kapitałowej Asseco Slovakia. Działania Asseco Slovakia i Asseco Czech Republic zostaną zintegrowane, by utworzyć podmiot o bardzo silnej pozycji na rynku Czech i Słowacji. Przyczyni się to jednocześnie do integracji rozwiązań stosowanych w Grupie a także do pewnych oszczędności w kosztach zarządu i back-office. W dalszej perspektywie zawarta będzie silniejsza współpraca przy tworzeniu i oferowaniu produktów Asseco, co powinno przełożyć się na większą efektywność i innowacyjność całej działalności. Natomiast spółki DTALOCK i LCS International stworzą podmiot Asseco Solutions, który również zintegruje ich działania.

Struktura akcjonariatu

Asseco Slovakia należy do Grupy Kapitałowej Asseco, a jej największym akcjonariuszem jest spółka dominująca – Asseco Poland, która posiada 40% akcji i głosów na walnym zgromadzeniu. Jedynym inwestorem instytucjonalnym, który przekracza próg 5% akcji jest ING TFI. Pozostali akcjonariusze posiadają ponad 50% wszystkich walorów, jednak znaczna ich część należy do osób związanych ze spółką bądź jej założycieli, co bardzo ogranicza free float i czyni akcje mało płynnymi. Dlatego też średni wolumen dzienny na akcjach Asseco Slovakia wynosi zaledwie kilka tysięcy sztuk.

Rys. Struktura akcjonariatu Asseco Slovakia



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Analiza porównawcza

Asseco Slovakia można przyrównać pod względem osiąganych wskaźników do innych spółek z branży informatycznej, które oferują podobne usługi i prowadzą zbliżoną działalność. Asseco Poland jest spółką dominującą względem Asseco Slovakia i prowadzi niemal identyczną działalność z tym, że jest podmiotem znacznie większym. Natomiast Comarch i Sygnity są już spółkami o zbliżonej skali działalności jak Asseco Slovakia, czego wyrazem jest podobna wielkość przychodów wypracowywanych przez te podmioty.

Tab. Porównanie Asseco Slovakia z innymi spółkami z branży (ostatnie cztery kwartały)

wskaźnik	Asseco Slovakia	Asseco Poland	Comarch	Sygnity
ROA	8,7%	6,1%	3,6%	2,7%
ROE	16,2%	9,9%	6,2%	4,5%
Dług / EBITDA	1,2	1,4	1,8	1,0
Dług / kapitał własny	0,3	0,3	0,2	0,2
Przychody (mln PLN)	143,3*	3082,6	750,3	956,5
Rentowność brutto na sprzedaży	38,0%	34,3%	19,5%	21,1%
Rentowność EBIT	11,7%	17,3%	4,6%	3,2%
Rentowność EBITDA	16,3%	21,0%	7,9%	7,6%
Rentowność netto	9,4%	11,4%	4,1%	1,7%
Rotacja zapasów	2,0	6,5	16,0	10,2
Rotacja należności	66,4	93,1	85,3	74,7
Rotacja zobowiązań	67,7	24,9	74,5	29,7
Cykl rotacji gotówki	0,6	74,7	26,9	55,3

* mln EUR

Źródło: sprawozdania Spółek, BM BGZ.

Biorąc pod uwagę rentowność aktywów i kapitałów własnych, można zauważyć, że Grupa Asseco charakteryzuje się najlepszymi wynikami, przy czym słowacka spółka jest najbardziej rentowna, uzyskując ROA na poziomie prawie 9% i ROE na poziomie ponad 16%, co znacznie odbiega od wyników pozostałych spółek z branży IT.

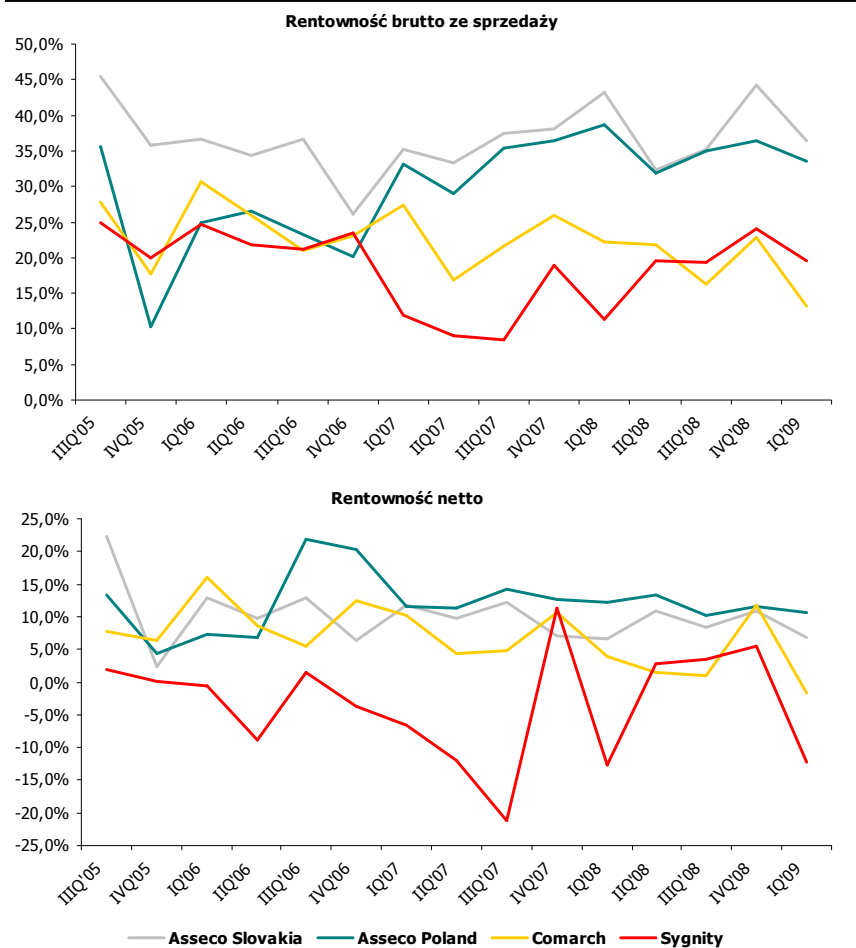
Bardzo pozytywnie wyglądają również wskaźniki zadłużenia wszystkich porównywanych spółek. Stosunek długu do osiągniętej wielkości EBITDA przyjmuje wartości od 1 do 1,8. Są to wartości bardzo bezpieczne i pozostawiają możliwość zwiększania zadłużenia w razie decyzji o potencjalnych przejęciach. Dodatkowo Spółki posiadają znaczne rezerwy gotówkowe (w przypadku Asseco Slovakia i Comarchu są one zbliżone lub nawet przewyższają wartość zadłużenia). Niskie zadłużenie nie obciąża również wyniku netto wysokimi kosztami odsetek. Stosunek zadłużenia do kapitałów własnych także jest bardzo korzystny i przyjmuje bardzo niskie wartości w przypadku wszystkich podmiotów. Powyższe czynniki sprawiają, że pozycja finansowa tych spółek, a w szczególności Asseco Slovakia, jest bezpieczna i stabilna.

Podobnie jak w przypadku rentowności aktywów i kapitałów własnych, również osiągnięte marże wykazują duże zróżnicowanie między spółkami. Grupa Asseco osiąga znacznie wyższe rentowności od swoich konkurentów na wszystkich poziomach. Asseco Slovakia charakteryzuje się nieco niższymi wskaźnikami rentowności niż polska spółka, jednak są to i tak wyniki bardzo wysokie. Można również oczekiwać, że istnieją szansę na poprawę rentowności operacyjnej wraz ze zwiększaniem skali działania przez Asseco Slovakia i dążenia do poziomu marż osiąganych przez Asseco Poland.

Spojrzenie na historyczne poziomy uzyskiwanych marż pozwala wyciągnąć podobne wnioski. Rentowność brutto na sprzedaży osiągnięta przez Asseco Slovakia utrzymuje się przez cały czas na wyższym poziomie niż w przypadku pozostałych spółek i obecnie jest zbliżona do rentowności polskiej spółki z Grupy.

Natomiast rentowność netto jest bardzo stabilna w ostatnich latach zarówno w przypadku Asseco Slovakia, jak i Asseco Poland. Natomiast pozostałe spółki mają gorsze jak i lepsze kwartały i wykazują się większą zmiennością swoich wyników.

Rys. Historyczne porównanie rentowności Asseco Slovakia i spółek z branży



Zródło: sprawozdania spółek, BM BGZ.

Warto także zwrócić uwagę na uzyskiwane rotacje przez poszczególne spółki oraz ich cykl rotacji gotówki. Tutaj zdecydowanie wyróżnia się Asseco Slovakia, charakteryzujące się najszybszą rotacją należności oraz stosunkowo długą rotacją zobowiązań. W efekcie cykl rotacji gotówki jest zbliżony do zera, co jest bardzo dobrym wynikiem w porównaniu z innymi podmiotami, które mają ten cykl znacznie dłuższy, sięgający nawet kilkudziesięciu dni.

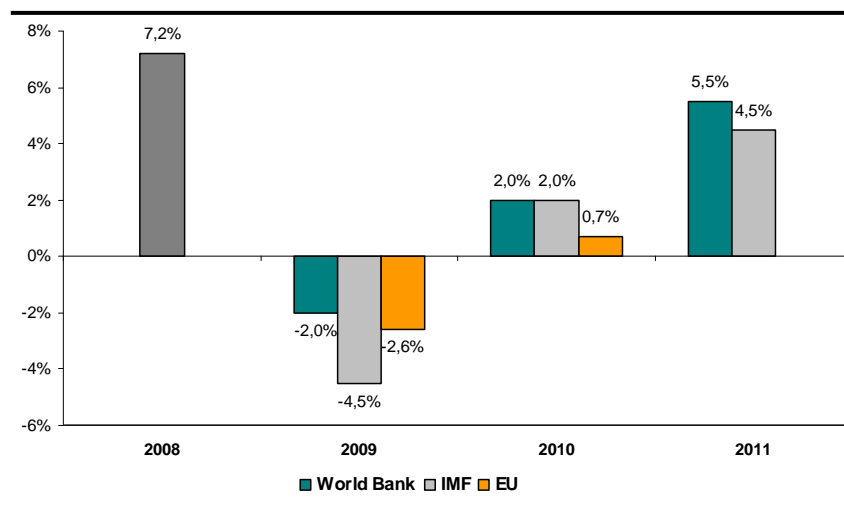
Ogólna ocena wskaźników Asseco Slovakia na tle pozostałych spółek z branży informatycznej jest bardzo korzystna dla Grupy. Praktycznie wszystkie wartości charakteryzujące spółkę są na najlepszych poziomach, a dodatkowo wykazują się one dużą stabilnością, co pozwala oczekiwać, że będą one utrzymane również w kolejnych latach.

Otoczenie rynkowe i czynniki ryzyka

Powszechnie uważa się, że sektor informatyczny doświadczy znacznego spowolnienia w związku warunkami, jakie panują w otoczeniu makroekonomicznym. Nie powinno się jednak zapomnieć, iż zapotrzebowanie na rozwiązania wspierające efektywność kosztów i produktywność działalności, które są dostarczane przez sektor informatyczny, pozostaje nadal bardzo duże, a ich znaczenie wręcz rośnie w obecnej sytuacji.

Mimo to zauważalna jest pewna cykliczność w nakładach inwestycyjnych na IT związana z cyklem koniunkturalnym. Ten rok prawdopodobnie będzie najgorszym w bieżącym cyklu. Po dynamicznym wzroście w ostatnich kilku latach, Słowacja doświadcza silnego spowolnienia, w którym spadek PKB może sięgnąć nawet 4,5%. W samym pierwszym kwartale PKB był niższy o 5,6% niż w 2008 r. Natomiast większość prognoz, w tym najważniejsze instytucje takie jak Bank Światowy, Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz Komisja Europejska, przewiduje, że już od 2010 r. Słowacja osiągnie dodatnie tempo wzrostu gospodarczego, a rok później powróci do dynamicznego rozwoju.

Rys. Prognoza PKB Słowacji na najbliższe lata



Źródło: World Bank, IMF, EU.

Powyższe założenia sprawiają, że należy oczekiwać słabszej dynamiki w sektorze IT w bieżącym roku. Przedsiębiorstwa mogą decydować się na odłożenie na przyszłość niezbędnych inwestycji w technologię i przeprowadzenie ich dopiero po powrocie dobrej koniunktury, która powinna nadejść w 2010 r. Może to spowodować, że popyt zostanie przesunięty i wraz z poprawą warunków makroekonomicznych nastąpi kumulacja zamówień – zarówno nowych, jak i tych przesuniętych w czasie. Pozwala to optymistycznie patrzeć na możliwości rozwoju dla Asseco Slovakia, jako dostawcę o silnej pozycji na tym rynku.

Trudna sytuacja ekonomiczna nie powoduje jednak całkowitego zaniechania inwestycji przez podmioty prywatne. Szczególnie w sektorze bankowym inwestycje są nadal prowadzone ze względu na fakt, iż nie wszystkie banki na Słowacji posiadają już nowoczesne systemy służące do obsługi klientów i zarządzania bankiem. Asseco negocjuje z potencjalnymi klientami warunki kolejnych umów opiewających na kilkadziesiąt milionów euro.

W obliczu znacznego spowolnienia w sektorze prywatnym znaczenia nabiera sektor publiczny, który również jest aktywnie obsługiwany przez Asseco Slovakia. Słowacja, podobnie jak Polska, otrzymała środki z Unii Europejskiej w ramach funduszy europejskich na lata 2007-2013. Suma, jaką rząd Słowacji może

wykorzystać na program informatyzacji społeczeństwa, wynosi ok. 1 mld euro. Poszczególne kontrakty opiewają na kwoty od kilku do kilkudziesięciu milionów euro, przy czym Asseco Slovakia startuje w przetargach wraz z innymi spółkami w formie konsorcjum, przez co wykonuje jedynie część prac (od 20 do 50%) i otrzymuje część wartości zamówienia. Niektóre projekty rozpoczną się już w tym lub w następnym roku, kolejne będą realizowane w następnych latach. Asseco Slovakia, posiadając silną pozycję na słowackim rynku, ma duże szanse na wygranę wielu z planowanych przetargów. Są to intratne kontrakty, ponieważ umowy w sektorze publicznym charakteryzują się zwykle wyższą marżą niż te w sektorze prywatnym. Co ważne, wszystkie kontrakty polegają nie tylko na dostarczeniu oprogramowania, ale zazwyczaj wiążą się również z jego późniejszą obsługą nawet przez kilka lat, co zapewnia dodatkowe przychody.

Perspektywy na najbliższą przyszłość dla Asseco Slovakia są zatem optymistyczne, jednak nie są pozbawione ryzyka. Nie można wykluczyć scenariusza, w którym ożywienie gospodarcze przesunie się w czasie i nie nadejdzie już w przyszłym roku, tylko później. Oznaczałoby to, iż zarówno obecny jak i przyszły rok byłyby nadal słabsze i potencjał do rozwoju Grupy byłby znacznie ograniczony.

Przedłużające się spowolnienie może również przyczynić się do silniejszej konkurencji o istniejące kontrakty w sektorze prywatnym i publicznym, co powodowałoby konieczność obniżenia uzyskiwanych marż. Niższe zapotrzebowanie na produkty i usługi w połączeniu ze spadającą rentownością bardzo niekorzystnie odbiłyby się na osiągniętych przez Grupę wynikach.

Duże znaczenie dla wyceny Asseco Slovakia na GPW ma również zachowanie kursu EUR/PLN, ponieważ wyniki Spółki generowane są w euro, natomiast na rynku wyceniana jest ona w złotych. W efekcie umacniający się złoty powoduje, że wartość zysków Grupy przeliczona na polską walutę zmniejsza się, co może negatywnie wpływać na wycenę akcji.

W naszej opinii Asseco Slovakia znajduje się w dobrej sytuacji finansowej, a dzięki silnej pozycji na rynku czeskim i słowackim powinna dobrze poradzić sobie nawet w trudnych czasach na rynku IT. Oczekujemy, że ożywienie gospodarcze nadejdzie zgodnie z większością prognoz już w przyszłym roku, co powinno przyczynić się do znacznego wzrostu zapotrzebowania na produkty i usługi Grupy oraz pozwoli jej dalej dynamicznie się rozwijać.

Tabele i prognozy

Tab. Bilans

(mln EUR)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	99,7	168,3	159,2	158,0	162,8	163,7	166,1
Aktywa trwałe	37,3	88,5	102,4	108,5	111,2	113,0	112,7
Wartości niematerialne i prawne	5,2	10,1	9,3	11,1	11,2	9,4	5,9
Rzeczowe aktywa trwałe	8,5	16,3	28,0	32,1	34,8	38,4	41,6
Aktywa obrotowe	62,4	79,8	56,8	49,6	51,6	50,7	53,4
Zapasy	0,5	0,7	0,7	0,9	1,4	2,0	2,6
Należności krótkoterminowe	39,9	33,4	32,8	34,2	39,4	42,1	44,2
Środki pieniężne	15,4	42,5	17,7	8,9	5,2	1,0	1,0
PASYWA	99,7	168,3	159,2	158,0	162,8	163,7	166,1
Kapitał własny	49,2	89,8	93,7	99,4	108,0	115,5	122,2
Kapitał zakładowy	0,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kapitał zapasowy	26,4	75,2	79,4	84,2	89,4	96,0	102,9
Zysk netto	6,8	13,4	12,0	13,0	16,4	17,3	17,1
Zobowiązania i rezerwy	50,6	78,5	65,5	58,6	54,7	48,3	43,9
Zobowiązania długoterminowe	5,7	26,8	21,3	17,2	12,1	6,9	2,5
Zobowiązania krótkoterminowe	44,9	51,7	44,2	41,4	42,7	41,3	41,4
w tym zobowiązania finansowe	18,2	31,5	26,5	22,1	18,4	14,7	14,2

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat

(mln EUR)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	73,4	142,6	134,1	146,2	168,1	179,8	188,8
<i>zmiana r/r</i>	93,1%	94,3%	-6,0%	9,0%	15,0%	7,0%	5,0%
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	46,4	86,5	84,7	91,3	104,5	112,4	118,6
Wynik brutto na sprzedaży	27,0	56,2	49,4	54,8	63,5	67,4	70,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	36,8%	39,4%	36,8%	37,5%	37,8%	37,5%	37,2%
Koszty sprzedaży	7,4	17,1	15,6	18,1	19,1	20,2	21,7
Koszty ogólnego zarządu	8,9	22,0	19,2	20,9	24,0	25,7	27,0
Wynik na sprzedaży	10,7	17,1	14,6	15,9	20,4	21,6	21,6
EBIT	10,8	17,4	14,6	15,9	20,4	21,6	21,6
EBITDA	13,5	23,6	21,3	26,3	33,7	35,2	36,9
<i>marża operacyjna</i>	14,7%	12,2%	10,9%	10,9%	12,1%	12,0%	11,4%
Saldo z działalności finansowej	0,3	1,4	0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,5
Zysk (strata) brutto	11,2	19,0	14,9	16,0	20,2	21,3	21,1
<i>marża brutto</i>	15,2%	13,3%	11,1%	11,0%	12,0%	11,8%	11,2%
Podatek dochodowy	2,3	3,3	2,8	3,0	3,8	4,0	4,0
Zysk (strata) netto	6,8	13,4	12,0	13,0	16,4	17,3	17,1
<i>marża netto</i>	9,3%	9,4%	9,0%	8,9%	9,8%	9,6%	9,1%

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln EUR)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	-0,5	31,2	12,1	19,7	24,4	25,2	26,4
Zysk netto	6,8	13,4	12,0	13,0	16,4	17,3	17,1
Amortyzacja	2,7	6,3	6,7	10,4	13,3	13,7	15,3
Odsetki	-0,3	0,8	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5
Zmiana kapitału obrotowego	-13,2	1,7	-3,6	-4,2	-5,8	-6,2	-6,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-18,3	-20,3	-26,0	-16,5	-16,0	-15,5	-15,0
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-31,0	-23,2	-27,1	-16,5	-16,0	-15,5	-15,0
Przepływy z działalności finansowej	2,2	21,4	-10,9	-12,0	-12,0	-13,9	-11,4
Odsetki	-0,3	-1,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5
Kredyty netto	8,6	-2,9	-0,4	-1,6	-0,3	-0,1	2,9
Dywidenda	-5,5	-5,5	-10,0	-7,2	-7,8	-9,8	-10,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	-16,6	32,3	-24,8	-8,9	-3,6	-4,2	0,0
Środki pieniężne:							
na początek okresu	32,0	15,4	42,5	17,7	8,9	5,2	1,0
na koniec okresu	15,4	42,5	17,7	8,9	5,2	1,0	1,0

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki finansowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
rentowność brutto na sprzedaży	36,8%	39,4%	36,8%	37,5%	37,8%	37,5%	37,2%
rentowność EBIT	14,7%	12,2%	10,9%	10,9%	12,1%	12,0%	11,4%
rentowność EBITDA	18,4%	16,6%	15,9%	18,0%	20,0%	19,6%	19,5%
rentowność netto	9,3%	9,4%	9,0%	8,9%	9,8%	9,6%	9,1%
ROA	6,8%	8,0%	7,6%	8,2%	10,1%	10,5%	10,4%
ROE	13,8%	14,9%	12,8%	13,0%	15,2%	14,9%	14,0%
dług/aktywa	18,3%	18,7%	16,6%	14,0%	11,3%	9,0%	8,0%
dług/kapitał własny	37,1%	35,1%	28,3%	22,3%	17,0%	12,8%	10,8%
dług/EBITDA	1,4	1,3	1,2	0,8	0,5	0,4	0,4
EBIT/odsetki	37,3	17,0	26,0	32,9	45,9	49,6	45,9
płynność bieżąca	1,4	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3
płynność szybka	1,4	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
płynność gotówkowa	0,34	0,82	0,40	0,21	0,12	0,03	0,00
rotacja zapasów (dni)	2,6	1,8	1,8	2,2	3,0	4,0	5,0
rotacja należności (dni)	198,5	85,5	85,5	85,5	85,5	85,5	85,5
rotacja zobowiązań (dni)	144,1	106,0	85,0	75,0	65,0	55,0	45,0
cykl rotacji gotówki (dni)	56,9	-18,8	2,3	12,7	23,5	34,5	45,5

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej

(EUR)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	0,43	0,87	0,56	0,61	0,77	0,81	0,80
DPS	0,33	0,31	0,47	0,34	0,36	0,46	0,48
BVPS	2,33	4,18	4,39	4,65	5,06	5,41	5,72
P/E	12,9	6,4	9,8	9,1	7,2	6,9	6,9
P/BV	2,41	1,32	1,26	1,19	1,10	1,03	0,97
P/S	1,61	0,83	0,88	0,81	0,70	0,66	0,63
P/CE (cash earnings)	12,5	6,0	6,3	5,1	4,0	3,8	3,6
EV/EBIT	11,55	7,17	8,51	7,86	6,12	5,78	5,77
EV/EBITDA	9,25	5,27	5,85	4,74	3,70	3,54	3,38
EV/S	1,70	0,87	0,93	0,85	0,74	0,69	0,66

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A. Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.

ul. Żurawia 6/12, 00–503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

(22) 32 94 327

(22) 32 94 328

e-mail

makler@bmbgz.pl

Obsługa klientów indywidualnych

Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis transakcyjny **bmBGZ.net**