

środa, 29 marca 2017 | komentarz specjalny

Atende – To będzie dobry rok

Cena bieżąca: 4,44 PLN

ATD PW; ATDP.WA | Informatyka, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigel +48 22 438 24 06

Od publikacji naszego komentarza specjalnego w październiku 2016, notowania Atende wzrosły o 22%, mimo to sądzimy, że potencjał do wzrostu nie został jeszcze wyczerpany. W wynikach za 4Q'16 można zaobserwować dwie pozytywne tendencje: (1) wzrost rentowności zysku brutto na sprzedaży z 29,6% w 4Q'15 do 31,9% oraz (2) długo oczekiwany wzrost obrotów w segmencie publicznym. Sądzimy, że obie tendencje będą widoczne w wynikach w 2017 r. i przełożą się na istotną poprawę rezultatów spółek zależnych Atende: Atende Software, produkującego platformę sieciową dystrybucji multimediów pod marką redGalaxy, Sputnik Software, świadczącego usługi dla administracji publicznej i Atende Medica, produkującego software dla szpitali. Estymujemy, że w 2017 r. Atedne wygeneruje 14,1 mln PLN zysku netto (+33% R/R) i 25,2 mln PLN zysku EBITDA (+19% R/R), co implikuje wycenę na P/E'17 rzędu 11,2x i na EV/EBITDA'17 rzędu 5,9x. To poziomy odpowiednio 30% i 38% niższe od median sektorowych, co nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę (1) wysoką dynamikę wyników Atende, (2) dobrą sytuację bilansową – Spółka utrzymuje gotówkę netto, (3) wysoki DivYield (=4,6% zakładając 0,20 PLN/akcję). Podkreślamy także (4) ciekawe portfolio produktów Atende, w tym autorskie rozwiązania w chmurze, jak rozwiązanie cloudiMed, pozwalające na prowadzenie dokumentacji medycznej wraz z procesem gromadzenia i przepływem informacji w placówkach służby zdrowia z użyciem zdalnej webowej platformy. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Atende.

Wyniki za 4Q'16

Przychody Atende w 4Q'16 były płaskie R/R, a zysk netto spadł 12% R/R. W tym miejscu należy wskazać na wysoką bazę z 4Q'15, jaką miało Atende (zysk netto 4Q'15/cały 2015 = 77%). Wysoki wynik z 4Q'15 to pochodna rozpoznania prac realizowanych dla Resortu Obrony Narodowej (w 4Q'15 EBITDA matki Atende wzrosła R/R o 46%). Powtórzenie wyniku w 4Q'16 było trudne do osiągnięcia.

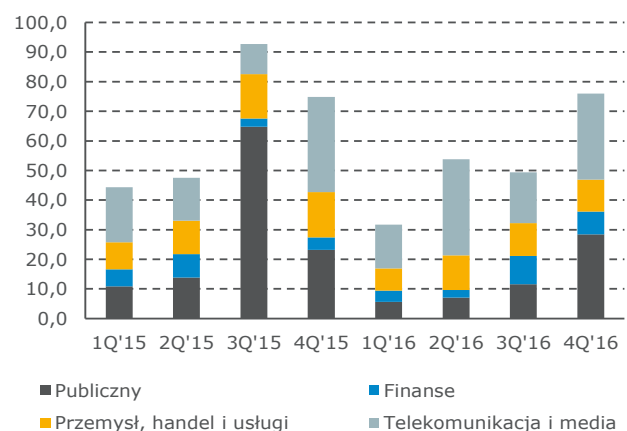
Prognozy wyników Atende na 2017

(mln PLN)	2015	2016	2017P	zmiana	4Q'15	4Q'16	zmiana
Przychody	259,7	211,1	237,7	12,6%	75,0	76,1	1,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	62,5	69,4	78,1	12,6%	22,2	24,3	9,4%
marża	24,1%	32,9%	32,9%	-	29,6%	31,9%	-
Pozostałe przychody operacyjne	4,2	2,5	0,0		1,7	-0,2	
Koszty ogólnego zarządu	50,1	56,2	59,4		12,6	16,4	
Pozostałe koszty operacyjne	3,0	1,1	0,0		1,4	-0,6	
EBIT	13,6	14,6	18,7	28,0%	9,9	8,0	-19,6%
EBITDA	19,9	21,1	25,2	19,3%	11,4	10,1	-11,0%
Zysk brutto	12,2	13,2	18,7	41,4%	9,4	8,0	-15,7%
Zysk netto	9,4	10,6	14,1	32,6%	7,2	6,4	-11,9%
Dług netto	-44,8	0,1	-11,5				
EV	116,6	161,5	149,9				
P/E	17,0	15,9	11,2				
EV/EBITDA	5,9	7,6	5,9				
Kurs (PLN)	4,44						
Liczba akcji (mln)	36,3						
Kapitalizacja rynkowa	161,4						

Źródło: Atende, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

W rozbiu przychodowym warto zwrócić uwagę na dwie kwestie: (1) pierwszy raz od dłuższego czasu **zanotowano wzrost obrotów w segmencie publicznym**, dodatkowo (2) Atende kolejny kwartał z rzędu wykazało dość dobre obroty w wysokomarżowym segmencie telekomunikacja i media, gdzie rozpoznawane są przychody z platformy sieciowej dystrybucji mediów (tzw. Content Delivery Network).

Przychody Atende według segmentów



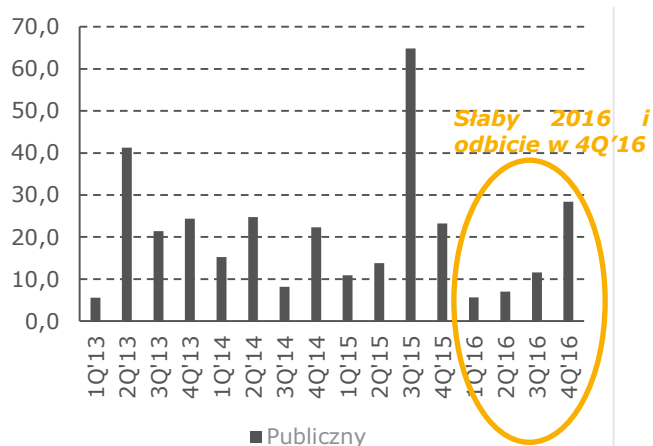
Źródło: Atende, Dom Maklerski mBanku

Zmiana mixu sprzedażowego przełożyła się na wysoką **poprawę rentowności sprzedaży**. Marża zysku brutto na sprzedaży wzrosła z 29,6% w 4Q'15 do 31,9%. W całym 2016 r. wyniosła 33,4% vs. 21,8% rok wcześniej. W 4Q'16 zanotowano dość istotny wzrost kosztów SG&A (16,4 mln PLN vs. 12,7 mln PLN rok wcześniej, co implikuje 30% wzrost i wynika głównie z rozbudowy struktur sprzedaży w Atende, Sputnik Software i Energy Data lab). W wyniku wyższych kosztów wynik EBIT w 4Q'16 wyniósł tylko 8,2 mln PLN i był niższy R/R o blisko 16%.

Pozytywny przekaz Zarządu

Na konferencji po wynikach Zarząd przekazał swoje spojrzenie na 2017 r.: liczy na **odbicie w sektorze publicznym, czego pierwsze oznaki były widoczne w 4Q'16**. Zarząd widzi po pierwszych miesiącach 2017 r., że odbicie popytu od administracji publicznej utrzymuje się. W dodatku, dobre wyniki ma wykazać Atende Medica, które z kolei powinno przekroczyć próg rentowności w trakcie 2017 r. Spółka liczy na kontynuację dobrych wyników Atende Software (na wynik tej spółki może dodatkowo wpłynąć udana sprzedaż zagraniczna - spółka jest w trakcie rozmów z potencjalnymi kontrahentami). Prezesa Atende usatysfakcjonowałyby, **wzrost przychodów i zysków w 2017 r., o ponad 30%**. Spółka prawdopodobnie wypłaci **dywidendę nie mniejszą R/R** (finalna decyzja na WZA), chce w kolejnych latach podtrzymywać politykę dywidendową, zgodnie z wcześniej przedstawioną strategią.

Przychody Atende z segmentu publicznego



Źródło: Atende, Dom Maklerski mBanku

Czego spodziewać się w 2017 r.?

Sądzimy, że zapowiedziane na 2017 r. przez prezesa Atende 30% wzrostu wyniku jest możliwe, głównie dzięki większej kontraktacji w segmencie publicznym. Spodziewamy się, że Spółka osiągnie ok. 70 mln PLN w tym obszarze vs. 53 mln PLN w 2016 r. Historycznie segment wykazywał średnio >90 mln PLN przychodów. Poprawę wyniku netto w 2017 r. jest w szczególności związana z:

(1) wygenerowaniem zysku przez Atende Medica

Atende Medica wygenerowało 1,3 mln PLN straty w 2016 r., a przychody załamały się pod presją braku nowej kontraktacji z szpitali (spadek z 5,3 mln PLN do 1,8 mln PLN). Główny system Atende, Medicus On-Line, jest skierowany przede wszystkim do większych ośrodków medycznych. W 2017 r.

liczymy na powrót popytu od szpitali, co powinno przynieść 8-10 mln PLN zysku netto. Dodatkowo wskazujemy na ciekawy produkt Atende dla małych podmiotów (nawet jednoosobowych praktyk lekarskich), oferowany w formule chmury. cloudiMed pozwala na prowadzenie dokumentacji medycznej wraz z procesem gromadzenia i przepływem informacji w placówkach służby zdrowia z użyciem zdalnej webowej platformy. Produkt powstał w 2016 r., zakładamy udaną sprzedaż od 2017 r.

(2) poprawą wyników Sputnik Software

Sputnik jest podmiotem świadczącym usługi głównie dla sektora publicznego, oferuje zintegrowany system informatyczny Nowoczesny Urząd. Zarząd Atende zapowiedział, że widzi odbicie w małych zamówieniach od jednostek samorządowych, dodatkowo Atende nastawia się na sprzedaż usług utrzymaniowych dla obecnych klientów. Sądzimy, że Sputnik może wygenerować wzrost przychodów z 15,1 mln PLN w 2016 r. do 22-24 mln PLN w 2017 r., co przełoży się na istotne podwojenie zysku netto.

(3) dalszymi wzrostami w Atende Software

Spółka Atende Software zbudowała, eksploatuje i rozwija platformę sieciowej dystrybucji multimediów pod marką redGalaxy. W skład platformy redGalaxy wchodzi redCDN. Jest to największy system dystrybucji treści (ang. Content Delivery Network, CDN) w Polsce. Minimalizuje on wykorzystanie łączy szkieletowych, redukuje czas dostępu do danych i zapewnia maksymalną wydajność transmisji. Dzięki takiemu podejściu koszt dystrybucji jest znacznie niższy niż w przypadku zakupu pasma transmisyjnego od operatora. Przykładowe pola zastosowań platformy CDN to portale społecznościowe, telewizje internetowe, transmisje wydarzeń sportowych i kulturalnych czy dystrybucja aktualizacji oprogramowania, gier oraz dokumentów w dużej skali. Widzimy duży potencjał w tym produkcie, sądzimy, że jest on głównym generatorem wzrostów w Atende Software (wzrost wyniku netto w 2016 r. do 4,1 mln PLN z 2,0 mln PLN).

Atrakcyjna wycena giełdowa

Zakładamy, że w 2017 r. Atende wygeneruje 14,1 mln PLN zysku netto i 25,2 mln PLN zysku EBITDA, co implikuje wycenę na **P/E'17 rzędu 11,2x** i na **EV/EBITDA'17 rzędu 5,9x**. To poziomy odpowiednio 30% i 38% niższe od median sektorowych, co nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę (1) wysoką dynamikę wyników Atende rzędu >+30%, (2) dobrą sytuację bilansową — Spółka utrzymuje gotówkę netto, wysoką dywidendę (zakładając 0,20 PLN z zysku 2016 r. DivYield wynosi 4,6%) oraz (4) ciekawe portfolio produktów, w tym autorskie rozwiązania w chmurze.

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 księgowa**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 księgowa) – 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**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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 od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank 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.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym z związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwhells, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PBKM, Stelmet, TXM S.A.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. 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 Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**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.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigił
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigił@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl