

wtorek, 28 listopada 2017 | opracowanie cykliczne

Spółki IT: listopad 2017

Informatyka, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

- Okres 1Q'16-3Q'17 cechował się **przeostojem w zamówieniach publicznych**. Po pierwsze, wykorzystano budżet UE 2008-13. Po drugie, Ministerstwo Cyfryzacji skrytykowało sposób dofinansowania, wskazując że budżety były przeszacowane, a środki wydane nieefektywnie. Po trzecie, sama strona Rządowa została dotknięta brakiem fachowców do prowadzenia projektów IT. W międzyczasie pojawiła się idea stworzenia Centralnego Ośrodka Informatyki (COI), ramienia wykonawczego MC, które wynajmuje zespoły programistyczne od firm IT w ramach tzw. body-leasingu. COI ma nadzorować projekty, ale także wykonywać część prac, by uzyskać oszczędności wydatkując budżet UE 2014-20. Ponadto, MC chce podziału dużych projektów IT, by więcej firm brało udziału w postępowaniach. Wzmocni to konkurencję i przyniesie dalsze oszczędności.
- W 2016 r. zagregowane przychody z rynku publicznego największych spółek były **28% niższe R/R**. W 2017 wystartowała tzw. „mała kontraktacja” od samorządów i szpitali, co przełożyło się na poprawę w wybranych spółkach IT. Z drugiej strony brak dużych przetargów oraz jednoczesne utrzymywanie (a nawet zwiększanie) zatrudnienia miał przeciwny efekt. W 4Q'17 pojawiły się pierwsze duże kontakty publiczne, w tym kontrakt na systemy cyfrowej rejestracji spraw w sądach powszechnych (138 mln PLN netto dla konsorcjum CMR i Maxto), umowa ATD z Resortowym Centrum Zarządzania Sieciami na środowisko platformy wirtualizacji za 61 mln PLN, olbrzymi przetarg na infrastrukturę systemu ERTMS/GSM w PKP dla konsorcjum z WAS (2,3 mld PLN netto na całość).
- W 3Q'17 **ACP** matka zanotowała spadek EBITu o 31,1%, **CMR** o 23%, **ATD** o 54%; **WAS** poniosło stratę. Wszystkie spółki podkreślają wpływ kosztów toczących się postępowań przy jednoczesnym utrzymaniu działów produkcyjnych. Okres 4Q'17 ma przynieść poprawę wyników spółek IT z/w na istotne rozpoznanie pierwszych efektów przetargów IT. Pozytywnych zmian spodziewamy się zwłaszcza w **CRM, ATD i WAS**.
- Głównym ryzykiem sektora jest mała podaż informatyków. Wg danych GUS, firmy IT traktują **brak odpowiedniej siły roboczej** jako jedną z głównych barier wzrostu. Spółki IT informują o 5-8% inflacji płac i szukają pracowników poza głównymi polskimi miastami.
- Mediana P/E 12M fwd** dla spółek IT wynosi obecnie **16,4x**, jest o **8,7% wyższa** niż historyczna średnia z 3 lat. Stąd, **zalecamy selektywne podejście do spółek z sektora**, nawet pomimo dużych wzrostów na MSCI Europe IT.
- Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do CMR vs. ACP**. Sądzymy, że od 4Q'17 **CMR** zacznie wykazywać poprawę wyników, wzrost EBITDA w 2018 r. szacujemy na 33%. W **ACP** spodziewamy się zastoju na wynikach w 2018 r., jeśli spółka matka nie zanotuje większej liczby zamówień publicznych, dodatkowo w jej wyniki **uderzy w 2019 r. brak kontraktu ZUS**.
- Wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji **naszym faworytami są**: (1) **ASE**, które zapowiedziało solidny odczyt za 4Q'17 (pierwsza marża +14% R/R, EBIT >16% wyższy R/R pomimo wysokiej bazy) i jest notowane na niskich wskaźnikach P/E'17 = 10,6x i EV/EBITDA = 4,9x oraz (2) **ATD**, notowanego na P/E'17 = 14,4x (gdzie szacujemy wzrost EBIT w 4Q'17 na 101%). Obie spółki oferują dość wysokie dywidendy (DYield'18 odpowiednio 4,7% i 4,8%). Pozytywne podejście mamy do **WAS**. Sądzymy, że rynek nie uwzględni w wycenie korzyści finansowych z megakontraktu dla PKP.
- Neutralne nastawienie mamy do **ALL i ABS** z/w na wysokie wyceny (odpowiednio 26,9x oraz 18,2x na P/E'17). W długim terminie obie spółki oferują ciekawe autorskie rozwiązania, jednak sądzymy że mała wrażliwość na public przełoży się na niższe wzrosty wyników w nadchodzących kwartałach.

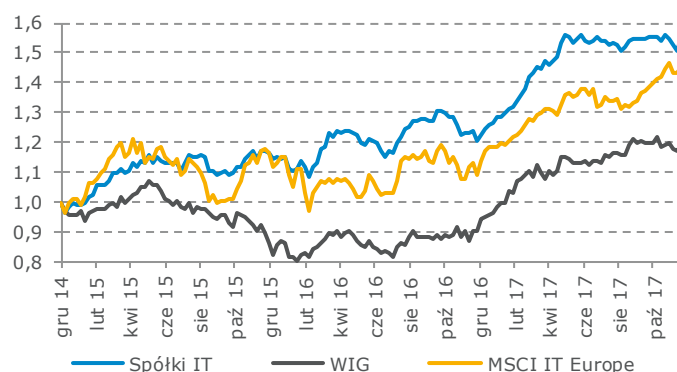
Zmiana kursu M/M* i YTD

Polska	M/M	YTD
Ailleron	+14,3%	+113%
Comarch	+4,1%	+3%
Asseco BS	+0,5%	+16%
Atende	-1,3%	+25%
Asseco SEE	-4,4%	+31%
Asseco PL	-8,2%	-14%
Wasko	-10,0%	+82%
WIG INFO	-6,0%	-8%
WIG	-0,7%	+24%
Zagranica	M/M	YTD
Computacentr	+11,6%	+41%
Sage Group	+9,9%	+24%
Software AG	+6,0%	+37%
SAP	-0,3%	+19%
Tieto	-0,9%	+6%
Fiserv	-1,0%	+21%
Capgemini	-2,5%	+28%
Oracle	-3,6%	+28%
Atos	-5,5%	+28%
Indra Sistem	-7,0%	+15%
IT Europe**	+0,2%	+22%
IT World**	+3,2%	+39%
Indeksy	M/M	YTD
MSCI EU	-2,4%	+6%
EU Akcje	+0,2%	+20%

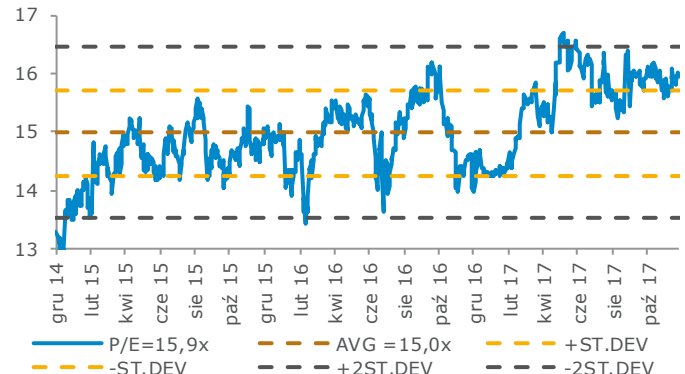
*zmiana w okresie 30.10-27.11

**indeksy MSCI IT EU oraz World

Indeks cenowy spółek IT vs. WIG i MSCI IT Europe



Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT



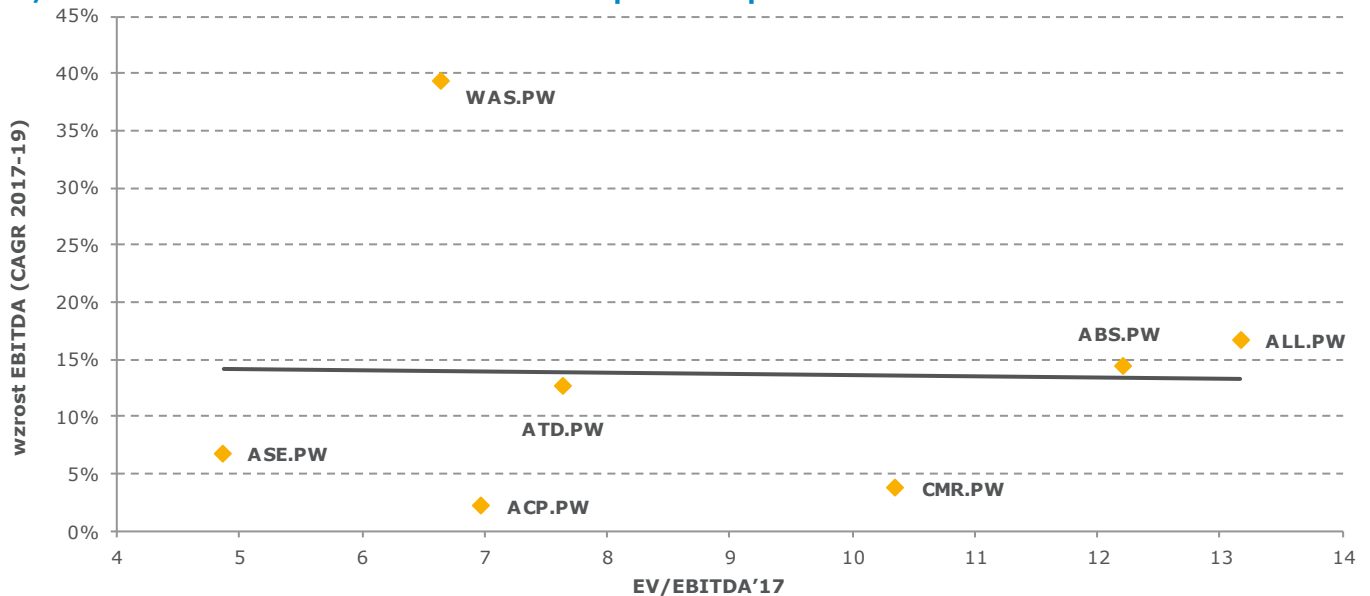
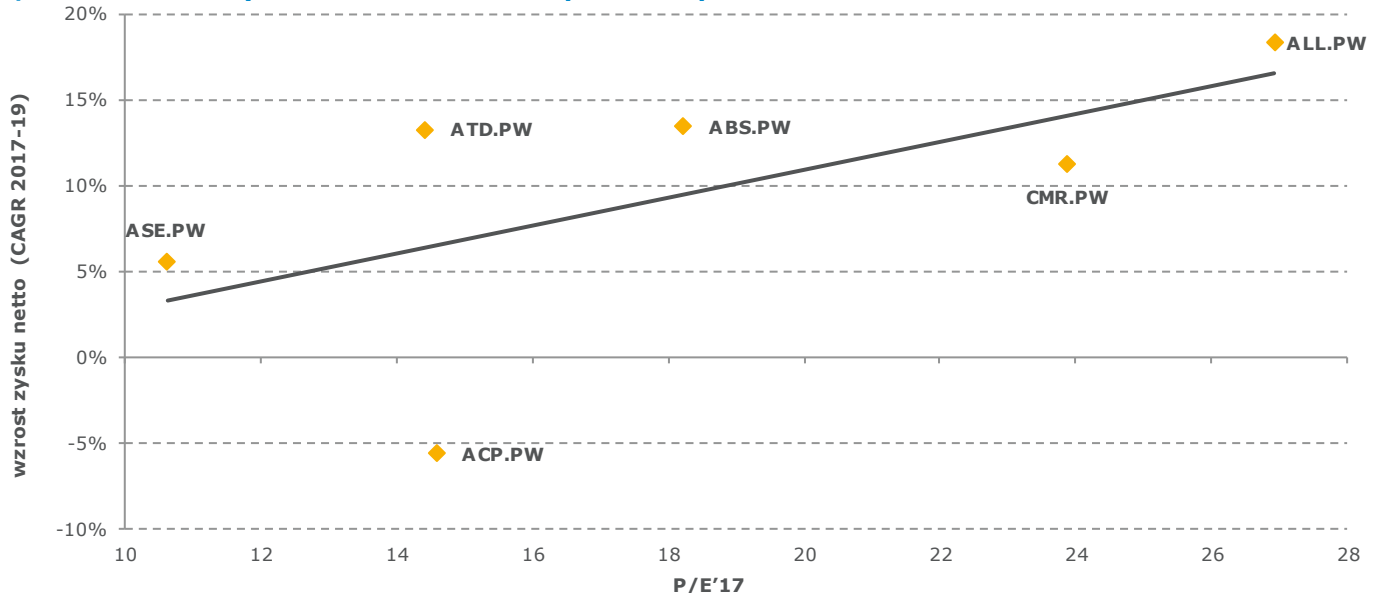
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Prognozy i pozycjonowanie spółek IT (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	DN/ EBITDA	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
					2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Ailleron	231	226	4,2	0,3	101	113	122	17,1	20,7	23,4	10,1	12,8	14,8	8,6	10,8	12,6
Asseco BS	879	907	47,3	0,7	213	254	264	74,3	86,4	94,0	60,4	69,1	76,0	48,2	56,3	61,9
Asseco PL	3 624	7 180	447,5	0,4	8 573	8 882	9 146	1 029,4	1 114,4	1 143,0	729,9	809,6	834,6	248,5	248,7	253,4
Asseco SEE	594	524	-35,0	-0,3	574	586	608	107,8	110,6	114,6	67,7	69,3	71,7	56,0	58,6	60,6
Atende	162	175	17,5	1,2	237	265	284	22,9	27,1	30,3	16,5	20,5	23,6	11,3	13,7	15,4
Comarch	1 440	1 393	-18,5	-0,1	1 157	1 353	1 435	134,7	178,7	196,3	73,6	116,8	133,5	60,3	81,6	96,6
Wasko	181	143	-16,3	-0,8	239	311	352	21,5	31,1	36,6	8,2	17,8	23,3	6,4	13,6	18,0

Spółka	Pozycjonowanie aktualne	zmiana	Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Ailleron	N	▶	-	18,73	+14,3%	26,9	21,4	18,3	13,2	10,5	8,7	2,2	1,9	1,7	1,5	1,2	1,0
Asseco BS	N	▶	-	26,29	+0,5%	18,2	15,6	14,2	12,2	10,5	9,6	4,3	3,6	3,4	1,4	1,2	1,1
Asseco PL	UW	-	44,80	43,66	-8,2%	14,6	14,6	14,3	7,0	6,4	6,3	0,8	0,8	0,8	-2,6	-2,6	-2,6
Asseco SEE	OW	▲	-	11,45	-4,4%	10,6	10,1	9,8	4,9	4,5	4,2	0,9	0,9	0,8	1,9	1,8	1,8
Atende	OW	▲	-	4,46	-1,3%	14,4	11,8	10,5	7,6	6,7	6,2	0,7	0,7	0,7	1,1	0,9	0,8
Comarch	OW	-	205,00	177,00	+4,1%	23,9	17,6	14,9	10,3	8,0	7,2	1,2	1,1	1,0	2,1	1,6	1,3
Wasko	OW	▲	-	1,98	-10,0%	28,1	13,2	10,0	6,6	4,8	4,1	0,6	0,5	0,4	0,1	0,1	0,0

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie

EV/EBITDA'17 vs. EBITDA CAGR 2017-19 dla polskich spółek z sektora

P/E'17 vs. CAGR zysku netto 2017-19 dla polskich spółek z sektora


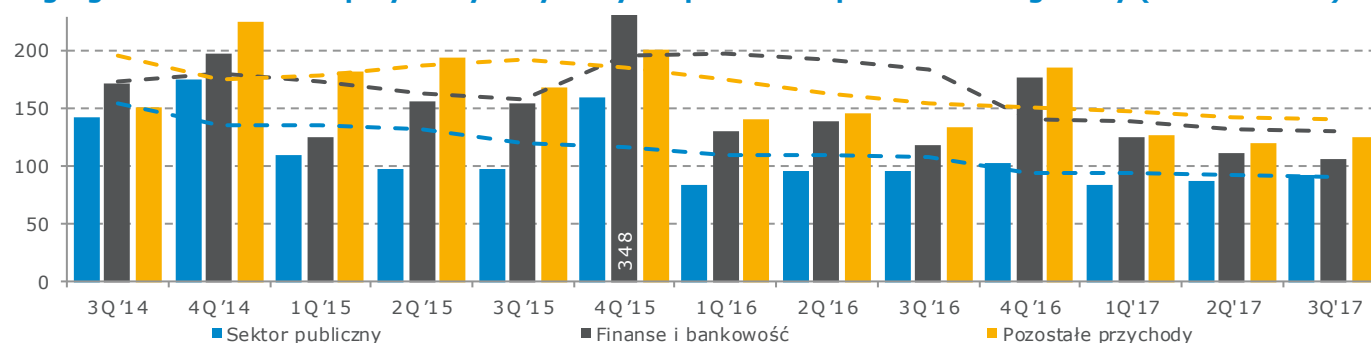
Wybrane dane finansowe dla polskich spółek IT*

Spółka	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17
Dynamika sprzedaży r/r (%)													
Ailleron	480,1%	209,9%	388,3%	15,9%	-13,4%	11,6%	12,0%	2,9%	112,0%	31,3%	19,0%	20,2%	6,0%
Asseco BS	4,2%	-13,0%	-5,2%	12,6%	10,8%	3,3%	11,4%	12,4%	15,6%	6,2%	16,1%	5,6%	30,5%
Asseco PL	8,6%	10,2%	12,6%	14,3%	18,1%	19,8%	15,9%	12,4%	8,4%	2,9%	12,1%	8,7%	-12,4%
Asseco SEE	7,6%	10,2%	-0,7%	0,7%	10,4%	-15,6%	21,6%	15,0%	3,2%	28,4%	11,1%	6,7%	-2,6%
Atende	-8,6%	9,4%	16,5%	41,2%	98,1%	-2,3%	-28,3%	8,8%	-47,3%	-11,5%	34,5%	-9,6%	9,5%
Comarch	4,8%	15,9%	18,0%	17,3%	-8,7%	10,7%	-1,3%	5,5%	-0,3%	-7,9%	-0,4%	-8,9%	13,6%
Wasko	-16,2%	-1,8%	36,1%	2,8%	36,0%	12,0%	-61,5%	-46,8%	-61,5%	-43,5%	30,7%	12,7%	5,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży													
Ailleron	40,5%	54,0%	38,4%	48,9%	50,9%	43,3%	31,7%	34,8%	33,8%	32,6%	28,6%	33,7%	33,0%
Asseco BS	36,0%	39,9%	39,8%	36,7%	39,5%	41,9%	43,4%	39,9%	44,8%	44,1%	45,8%	42,4%	40,8%
Asseco PL	25,3%	23,8%	24,4%	24,2%	25,0%	23,1%	24,0%	23,1%	24,6%	22,6%	21,7%	20,3%	23,5%
Asseco SEE	25,3%	22,0%	26,5%	26,3%	26,9%	23,7%	23,4%	24,1%	23,6%	24,3%	22,9%	25,1%	25,4%
Atende	27,8%	26,3%	24,3%	24,9%	17,8%	28,4%	34,8%	31,6%	33,0%	32,8%	33,6%	23,3%	28,6%
Comarch	32,9%	35,7%	25,8%	31,5%	25,6%	34,2%	25,1%	32,6%	20,8%	39,5%	17,3%	19,6%	21,1%
Wasko	11,2%	17,4%	18,5%	16,7%	14,9%	20,0%	20,7%	22,4%	21,8%	22,4%	20,9%	23,5%	15,8%
SG&A/przychody													
Ailleron	46,3%	29,8%	28,8%	28,7%	47,4%	29,5%	28,3%	23,9%	25,3%	21,5%	24,7%	21,9%	24,8%
Asseco BS	14,2%	12,5%	13,8%	14,2%	12,1%	12,6%	12,6%	12,8%	12,4%	12,7%	12,4%	14,1%	16,3%
Asseco PL	14,4%	13,5%	13,9%	14,0%	13,7%	13,4%	13,8%	14,1%	13,9%	13,8%	13,5%	13,4%	15,3%
Asseco SEE	15,3%	12,3%	17,7%	14,7%	15,6%	13,1%	15,2%	14,8%	14,2%	12,8%	13,2%	13,1%	15,1%
Atende	23,2%	13,3%	27,0%	25,8%	13,1%	15,7%	43,2%	23,4%	26,2%	22,2%	33,9%	26,4%	25,8%
Comarch	17,0%	18,8%	17,4%	20,9%	24,3%	17,8%	19,3%	20,8%	22,4%	21,1%	21,5%	22,3%	20,6%
Wasko	8,9%	9,0%	7,6%	11,4%	7,9%	10,5%	21,1%	20,6%	17,9%	15,1%	15,9%	13,8%	21,6%
Zysk EBITDA													
Ailleron	-0,1	6,4	1,6	4,3	1,3	4,3	2,0	3,7	3,3	5,6	2,4	4,6	3,5
Asseco BS	10,2	14,4	12,4	10,7	12,6	15,5	15,5	13,5	16,4	17,2	18,8	14,5	17,6
Asseco PL	228,9	245,7	229,3	234,6	270,2	274,0	257,9	248,0	280,7	283,0	246,3	222,3	214,8
Asseco SEE	18,1	22,3	16,8	21,4	22,5	22,7	18,9	22,9	21,9	30,3	22,3	27,7	23,7
Atende	4,0	12,5	-0,1	2,8	5,8	12,4	-0,8	6,9	5,0	10,1	1,5	0,2	3,1
Comarch	46,3	59,3	33,0	36,5	19,1	78,0	28,3	39,5	24,1	83,7	3,9	23,5	15,6
Wasko	6,3	11,9	16,8	4,8	13,5	13,1	2,8	1,3	4,2	6,0	5,5	7,9	1,0
Marża EBITDA													
Ailleron	-0,9%	27,1%	12,4%	22,0%	13,5%	16,3%	13,9%	18,8%	16,8%	16,1%	13,9%	19,0%	16,7%
Asseco BS	31,4%	34,2%	33,5%	30,5%	35,0%	35,6%	37,5%	34,2%	39,2%	37,2%	39,2%	34,9%	32,4%
Asseco PL	15,4%	13,4%	14,4%	13,7%	15,4%	12,5%	14,0%	12,9%	14,8%	12,5%	11,9%	10,6%	12,9%
Asseco SEE	15,7%	13,5%	17,0%	17,6%	17,7%	16,3%	15,8%	16,3%	16,7%	16,9%	16,7%	18,5%	18,5%
Atende	8,5%	14,7%	-0,3%	5,5%	6,2%	14,8%	-2,6%	12,3%	10,0%	13,7%	3,5%	0,4%	5,7%
Comarch	18,9%	16,3%	13,4%	14,1%	8,5%	19,4%	11,6%	14,5%	10,8%	22,6%	1,6%	9,5%	6,2%
Wasko	7,1%	10,8%	14,5%	5,2%	11,2%	10,6%	6,2%	2,6%	9,1%	8,6%	9,4%	14,6%	2,1%
Marża zysku netto													
Ailleron	-10,6%	18,4%	8,3%	19,7%	1,5%	5,8%	2,6%	11,3%	3,2%	12,6%	3,1%	10,4%	4,3%
Asseco BS	18,7%	22,4%	21,7%	19,0%	22,8%	24,3%	25,1%	22,6%	26,8%	25,9%	27,9%	23,0%	18,8%
Asseco PL	5,7%	4,9%	4,9%	3,5%	5,7%	5,7%	3,6%	4,0%	4,3%	3,4%	2,9%	2,5%	3,9%
Asseco SEE	8,0%	8,3%	8,2%	9,6%	10,0%	7,9%	6,8%	8,7%	8,3%	11,3%	7,6%	10,3%	8,6%
Atende	2,8%	9,6%	-3,4%	0,2%	3,8%	9,7%	-8,0%	6,6%	5,5%	8,5%	-0,3%	-3,1%	2,0%
Comarch	8,7%	9,2%	7,6%	6,8%	0,1%	10,9%	3,1%	2,0%	3,2%	13,5%	2,0%	2,4%	-0,2%
Wasko	2,3%	5,7%	9,1%	0,6%	6,1%	6,4%	-1,2%	-3,6%	1,2%	3,2%	2,3%	6,9%	-3,6%

Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku;

*zielony/czerwony kolor oznacza pozytywną/negatywną zmianę R/R dla spółki (a dla „dynamiki sprzedaży” kolor oznacza zmianę Q/Q)

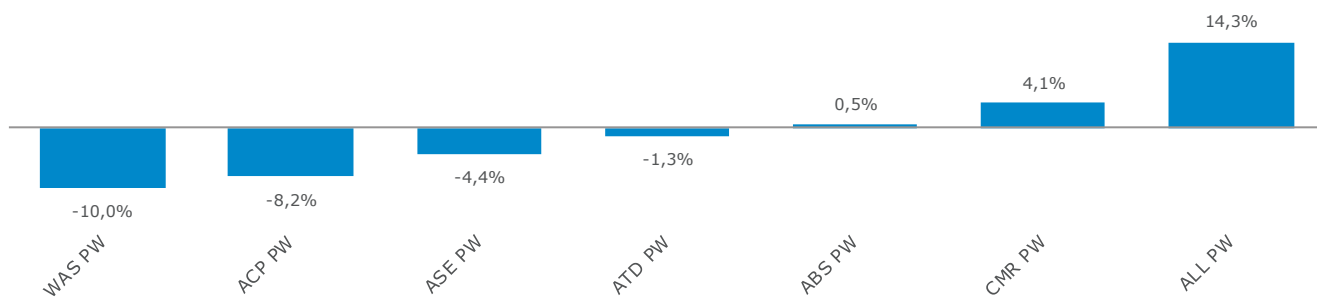
Zagregowane kwartalne przychody z wybranych spółek IT w podziale na segmenty (i średnia LTM)



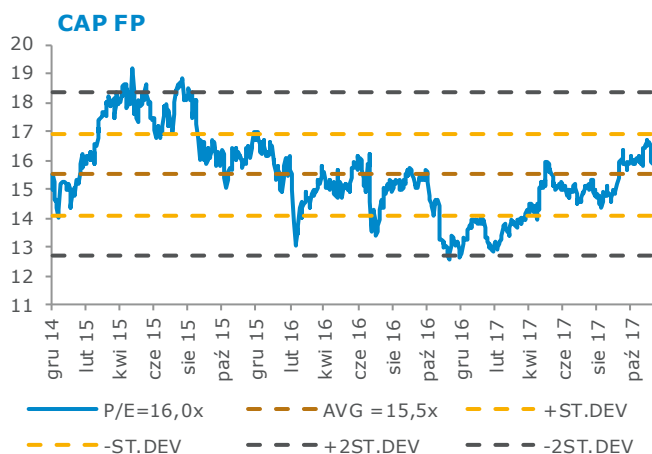
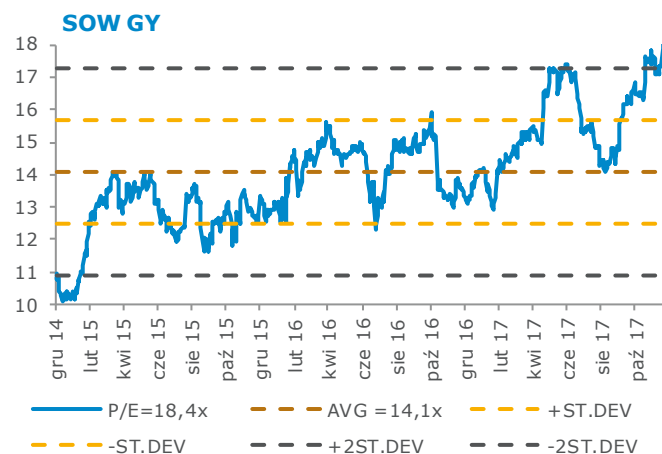
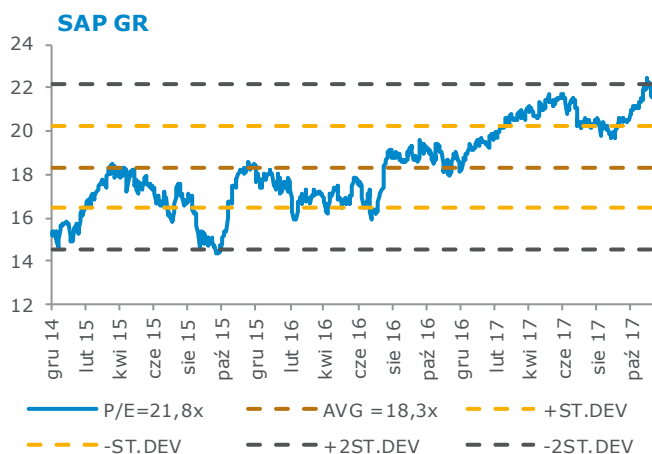
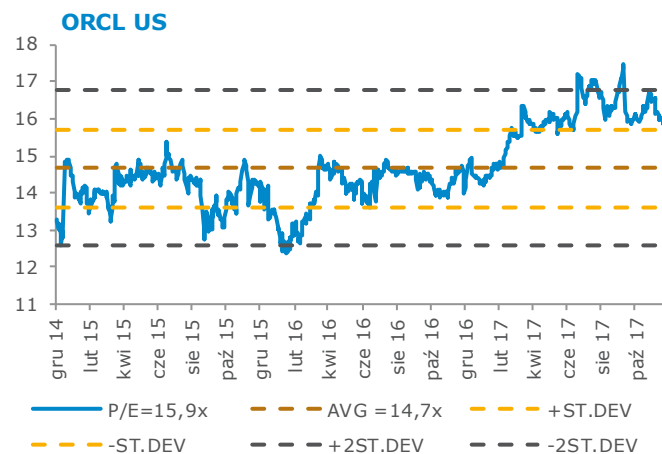
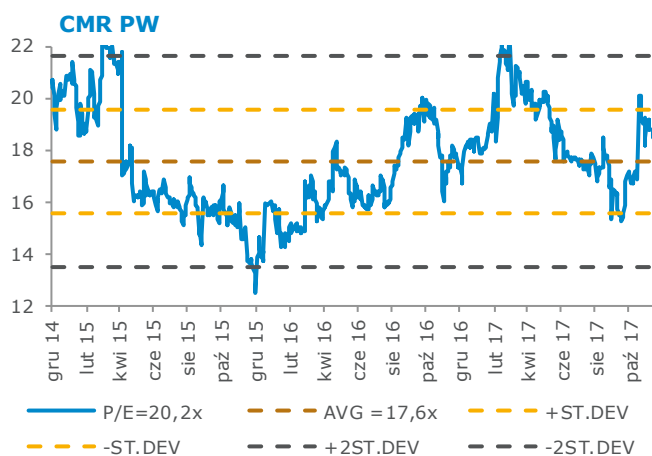
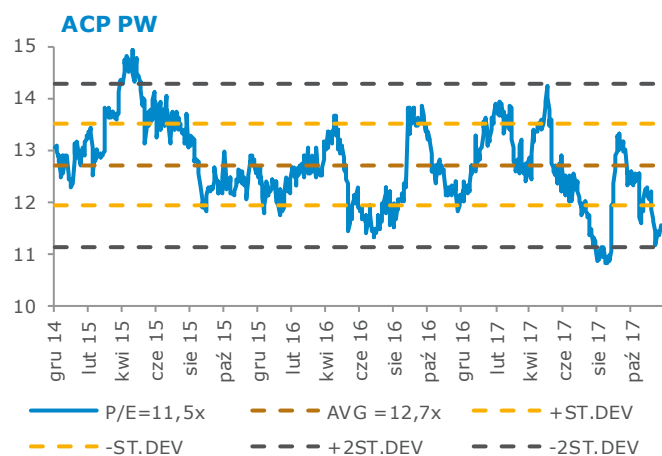
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku



Miesięczny performance spółek polskich

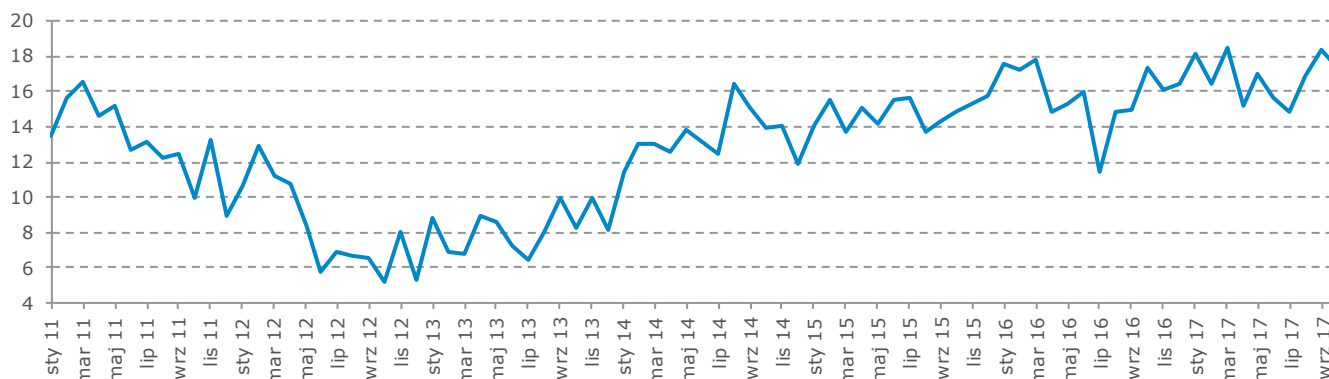


Wskaźnik P/E 12M fwd dla wybranych spółek polskich i zagranicznych

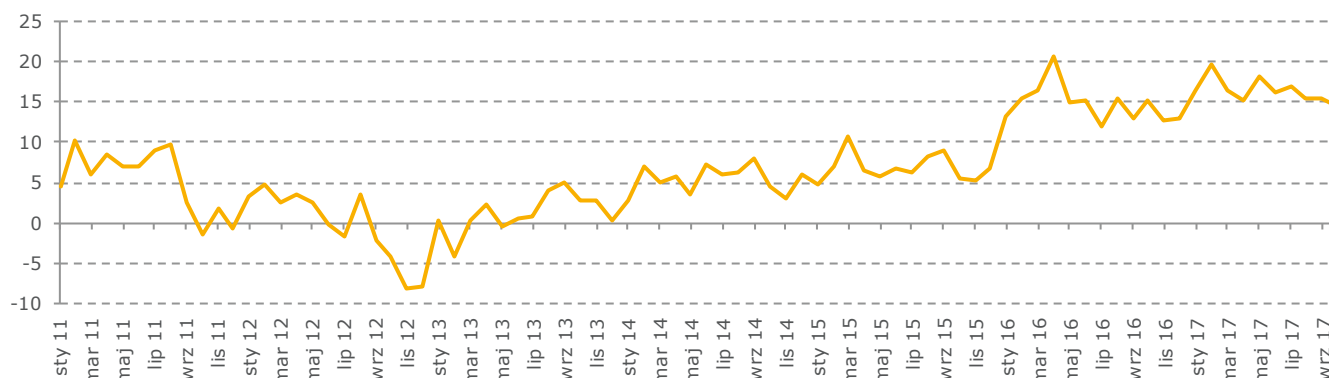


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

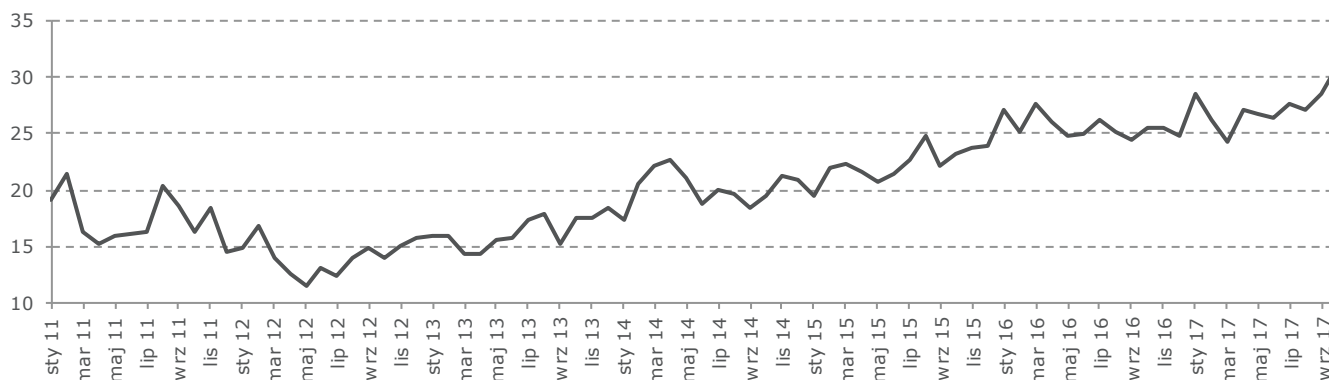
Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w sektorze IT (p. p.)



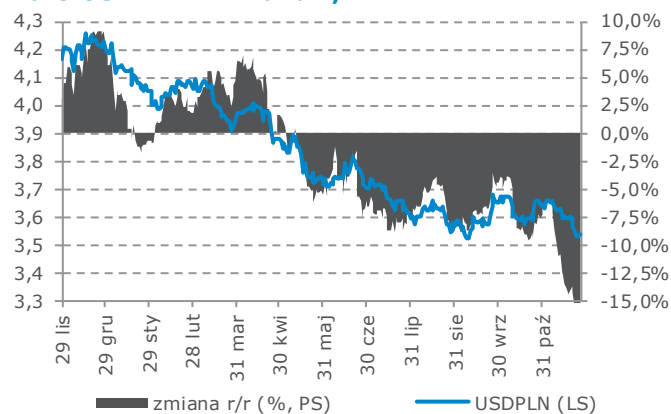
Przewidywane zatrudnienie w sektorze IT (p. p.)



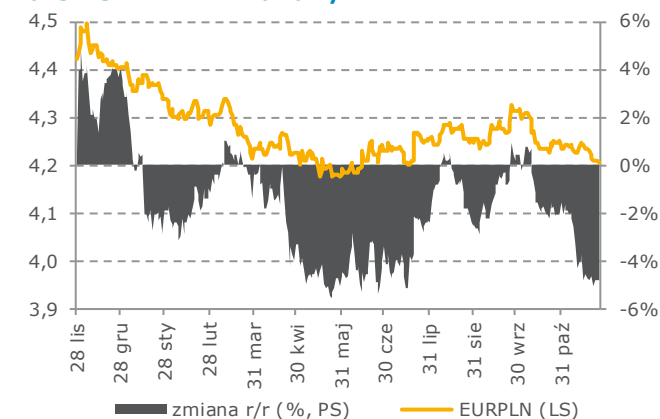
Bariery działalności - niedobór wykwalifikowanych pracowników w sektorze IT (p. p.)



Kurs USDPLN i zmiana r/r



Kurs EURPLN i zmiana r/r



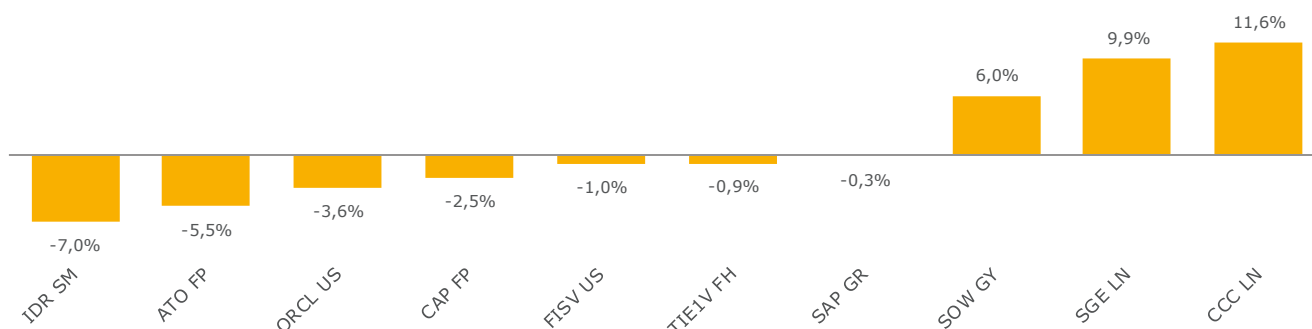
Źródło: GUS, Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena zagranicznych spółek IT

Spółki	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio			DYield		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Atos	126,45	-5,5%	15,5	13,9	12,9	8,4	7,8	7,3	1,1	1,0	1,0	0,8	0,7	0,6	1,4%	1,6%	1,7%
Capgemini	100,85	-2,5%	17,1	15,9	14,7	10,9	10,2	9,6	1,5	1,4	1,4	2,1	2,0	1,8	1,7%	1,8%	2,0%
Computacentr	11,17	+11,6%	17,5	16,7	16,5	9,3	9,2	9,0	0,3	0,3	0,3	2,0	1,9	1,9	2,3%	2,3%	2,3%
Fiserv	128,16	-1,0%	25,2	22,3	20,0	15,3	14,3	13,5	5,5	5,2	5,0	1,7	1,5	1,3	-	-	-
Indra Sistem	12,01	-7,0%	17,4	13,9	11,9	10,4	8,7	7,8	0,9	0,9	0,9	0,5	0,4	0,4	0,3%	0,8%	2,3%
Oracle	48,88	-3,6%	21,5	16,5	15,3	12,6	10,1	9,6	5,1	4,8	4,6	1,5	1,1	1,0	1,3%	1,4%	1,5%
Sage Group	8,09	+9,9%	29,1	24,1	22,0	24,7	16,9	15,5	5,5	5,0	4,7	1,2	1,0	0,9	1,9%	2,1%	2,3%
SAP	97,18	-0,3%	23,4	21,6	19,4	16,5	15,5	14,0	5,1	4,8	4,5	1,3	1,2	1,1	1,4%	1,5%	1,6%
Software AG	46,35	+6,0%	19,1	18,4	17,1	12,8	12,2	11,4	3,9	3,8	3,7	1,4	1,3	1,2	1,4%	1,5%	1,6%
Tieto	26,15	-0,9%	15,9	15,1	14,4	10,7	10,0	9,6	1,4	1,3	1,3	2,1	2,0	1,9	5,1%	5,4%	5,6%
Mediana			18,3	16,6	15,9	11,7	10,2	9,6	2,7	2,6	2,5	1,4	1,3	1,2	1,4%	1,6%	2,0%

Źródło: Bloomberg

Miesięczny performance spółek zagranicznych

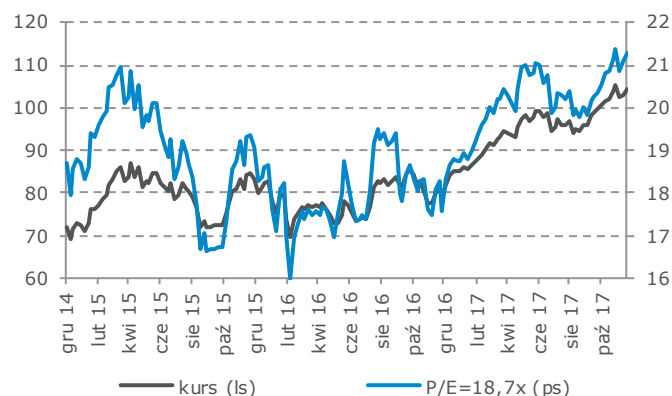


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

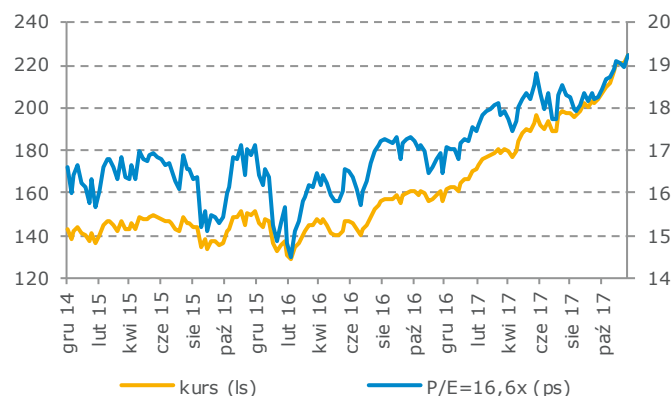
Wskaźnik P/E 12M fwd dla zagranicznych spółek IT



Indeks MSCI Europe IT na tle P/E 12M fwd

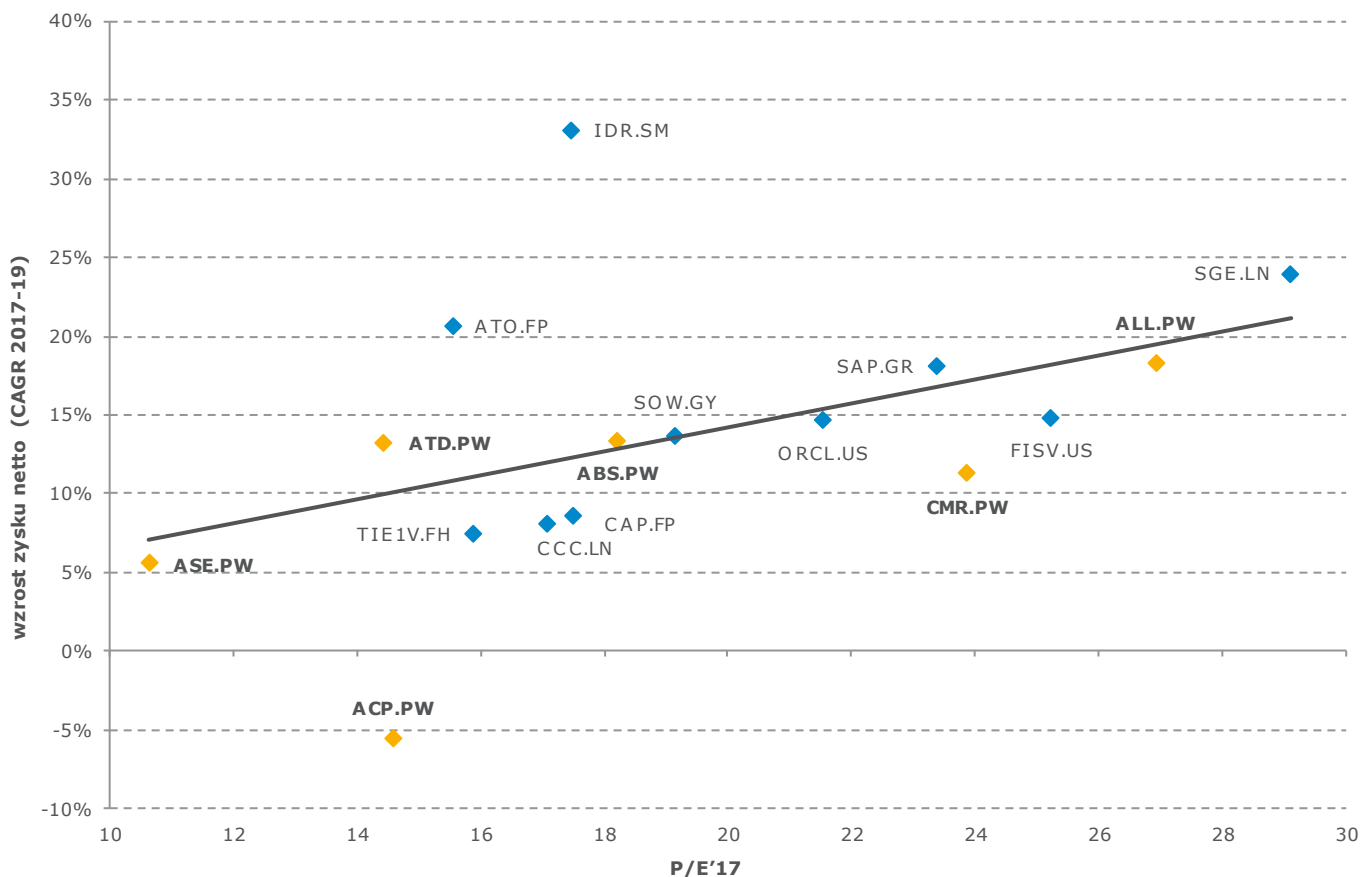


Indeks MSCI World IT na tle P/E 12M fwd

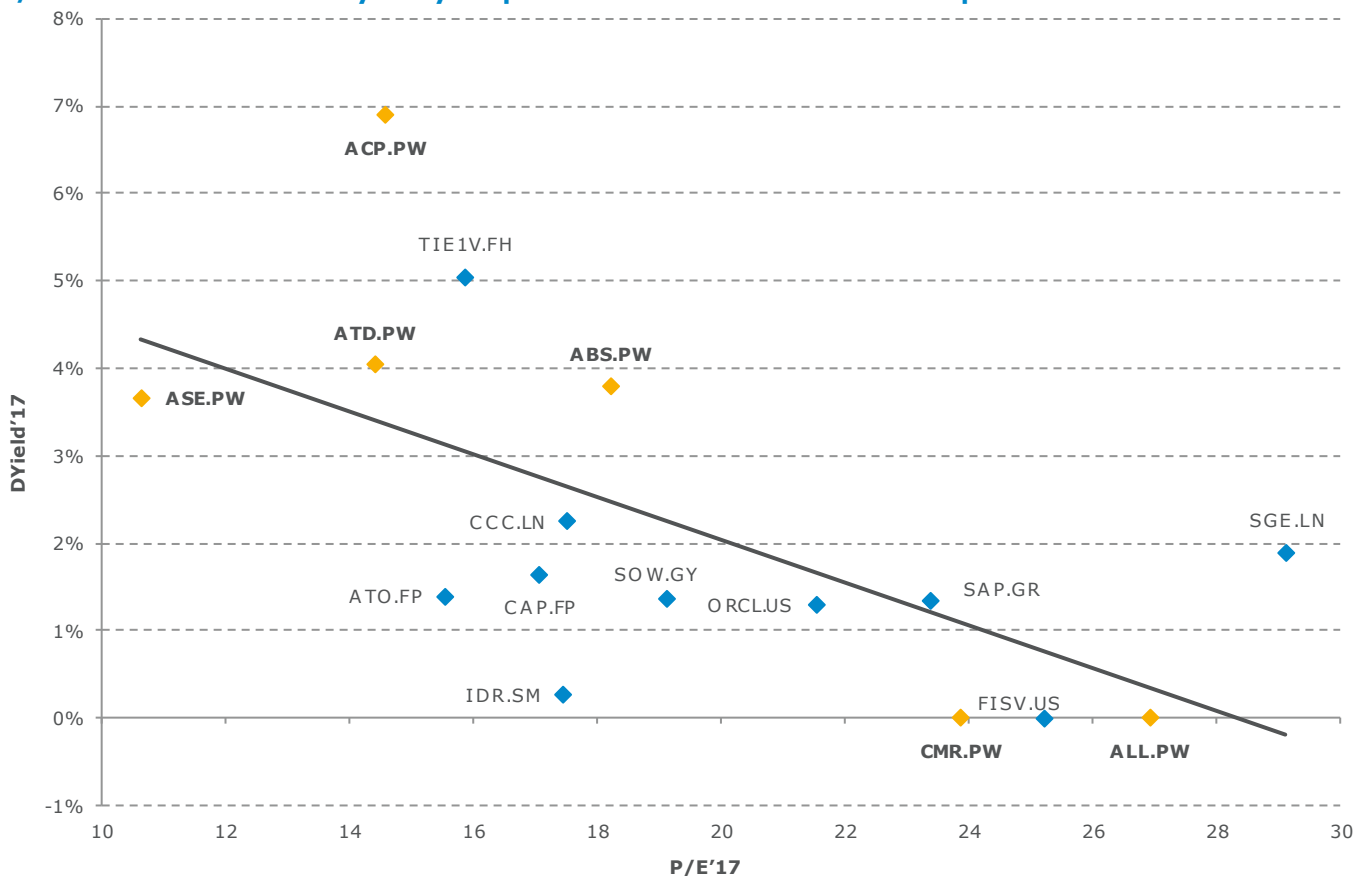


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

P/E'17 vs. CAGR zysku netto 2017-19 dla wybranych spółek z sektora na tle zachodnich peersów



P/E'17 vs. DYield'17 dla wybranych spółek z sektora na tle zachodnich peersów



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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

EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

EBITDA/EV – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją do wartości ekonomicznej

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

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

MCap – bieżąca kapitalizacja rynkowa

Miesięczna zmiana kursu (zmiana m/m) – zmiana kursu akcji spółki od dnia publikacji poprzedniego opracowania lub w przeciągu ostatniego miesiąca

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:

KUPIJ – 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił 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.

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.

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 wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 28 listopada 2017 o godzinie 8:45.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 28 listopada 2017 o godzinie 8:45.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Asseco Poland, Atal, Capital Park, Erbud, Ergis, Kruk, Polski Bank Komórek Macierzystych, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco BS, Asseco Poland, Atal, Bank Pekao, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Erbud, Ergis, Eurocash, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, Orange Polska, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polski Bank Komórek Macierzystych, Polwax, PZU, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Enea, Energa, Erbud, Ergis, Erste Bank, Eurocash, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, Netia, Orange Polska, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polnord, Polski Bank Komórek Macierzystych, Polwax, PZU, Raiffeisen Bank International, Robyg, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: TXM.

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 abonentową 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.

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Asseco BS

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	26,29
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

Asseco PL

rekomendacja	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27	2017-02-24	2016-12-19
kurs z dnia rekomendacji	47,00	44,54	47,23	54,70	55,81	53,09
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 388,43	62 533,46	61 699,64	59 583,89	51 115,26

Ailleron

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	18,73
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	11,45
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

Atende

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	4,46
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

Comarch

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-11-27	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-01	2016-12-19
kurs z dnia rekomendacji	178,30	163,50	178,50	195,00	223,00	204,80	172,40
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	64 375,83	64 289,69	64 973,76	60 181,96	58 300,37	51 115,26

Wasko

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	1,98
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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

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

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

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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