mBank Dom Maklerski

EXTEL IDENTIFYING EXCELLENCE 2018 Extel Survey Kliknij i zagłosuj na nas!

mBank.pl

czwartek, 26 kwietnia 2018 | opracowanie cykliczne

Spółki IT: kwiecień 2018

Informatyka, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

- W kwietniu'18 **WIG INFO spadł o 2,4%,** a od początku roku **o 3,1%** (vs. **+0,3%** i **-6,8% WIG** odpowiednio). **Mediana P/E 12M fwd** dla spółek IT wynosi obecnie **15,8x** i jest o **6,1% wyższa** niż historyczna średnia z 3 lat, tym samym poziom premii **spadł o blisko 6%** w ciągu trzech miesięcy.
- Zbliża się sezon wyników za 1Q'18. Szacujemy **wzrost wyniku EBITDA średnio o 4,6%** dla pokrywanych spółek. Okres 1Q jest sezonowo najsłabszy w branży IT. Jednak wzrosty w 1Q'18 R/R będą niskie w porównaniu z poprzednim okresem (**w 4Q'17 wynik EBITDA wzrósł** w przypadku każdej z pokrywanych spółek **średnio o 47,4%**). Stąd mamy obecnie **neutralne podejście** do sektora i zalecamy **selektywne** podejście do spółek IT.
- **ACP** jest obecnie notowane na **P/E'18=15,2x**, z **>20% premią** do 3-letniej średniej. Jednostka dominująca **ACP** powinna wykazać poprawę trendów, tj. spadek na linii EBIT o 9% R/R (28,8 mln PLN) vs. Powyżej -30% R/R w 4Q'17 przy nieco słabszych przychodach R/R (197,8 mln PLN, tj. -2% R/R). Wyraźna poprawa powinna być zauważalna na rynku izraelskim, gdzie spodziewamy się zysku netto rzędu 4,0 mln PLN (vs. 0,4 mln PLN rok wcześniej). Taki zestaw wyników może być przez rynek interpretowany pozytywnie, jednak **podtrzymujemy negatywne podejście do ACP**. Perspektywa wyników w 2018/19 dla matki, generującej ok. 40% zysku netto, jest pesymistyczna z/w na zamrożenie środków publicznych i przegraną w przetargu na utrzymanie KSI w ZUS. Ponadto, wycena wskaźnikowa jest mało atrakcyjna.
- **Korygujemy w dół prognozy** przychodów/EBITDA/zysku netto dla **Asseco SEE** o odpowiednio 2,9%/4,5%/2,7% na 2018 r. Powodem jest rozwiązanie umowy z Nova Kreditna Banka Maribor o wartości 9,4 mln EUR. W 5-letnim kontrakcie duża część prac (>2/3) miała być wykonywana w początkowych 18-24 miesiącach, stąd prognozy wyników segmentu bankowość uległy obniżeniu. Dodatkowo, **ASEE** rozpozna ok. -2,7 mln PLN na linii EBIT z tytułu rozwiązania umowy. Na początku 2018 r. spółka będzie alokować zasoby pracownicze do innych projektów. Podtrzymujemy jednak pozytywne podejście do spółki. Wycena **4,7x na EV/EBITDA'18** jest atrakcyjna, a rynek **przesadnie zdyskontował** wpływ negatywnej informacji (-10,0% w ciągu ostatnich 2 tygodni).
- Naszym faworytem pozostaje **ATD**, notowane na **P/E'18 = 10,4x z >30% dyskontem** do spółek porównywalnych. Pozytywne podejście mamy też do **WAS**, gdyż sądzimy że rynek nie uwzględnia w wycenie korzyści finansowych z megakontraktu dla PKP.
- Podtrzymujemy **neutralne nastawienie** do **ALL** i **ABS** z/w na wysokie wyceny (odpowiednio 21,1x oraz 15,7x na P/E'18). W długim terminie obie spółki oferują ciekawe autorskie rozwiązania. Jednak obie wykażą dość słabą dynamikę wyników w 1Q'18: outsourcing wypadnie słabo z/w na kursy walut i presję na wynagrodzenia, a segment Hoteltech powinien powrócić do strat, z kolei ABS odnotowało rekordowy 1Q'17 stąd nawet przy konsolidacji Marcologic trudno będzie wygenerować dwucyfrowe wzrosty wyników (zysk netto w ABS standalone szacujemy na 11,8 mln PLN, tj. - 12% R/R).
- **NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE - PRZEWAŻENIE:** ASEE, ATENDE, WASKO, **NIEDOWAŻENIE:** ASSECO POLAND

Zmiana kursu M/M* i YTD

Polska	M/M	YTD
Ailleron	+9,3%	-1%
Atende	+4,7%	+9%
Comarch	+2,1%	-23%
Asseco BS	-3,2%	+0%
Asseco PL	-5,4%	+1%
Wasko	-8,0%	-13%
Asseco SEE	-9,7%	-10%
WIG INFO	-2,4%	-3%
WIG	+0,3%	-7%
Zagranica	**M/M**	**YTD**
SAP	+7,7%	-4%
Computacentr	+7,5%	+7%
Tieto	+2,2%	+14%
Atos	+1,8%	-8%
Capgemini	+1,3%	+6%
Oracle	+1,2%	-3%
Fiserv	-0,2%	+7%
Indra Sistem	-0,6%	-3%
Sage Group	-3,3%	-20%
Software AG	-5,8%	-14%
IT Europe**	+1,0%	-0%
IT World**	-0,5%	+2%
Indeksy	**M/M**	**YTD**
MSCI EU	+3,5%	-2%
EU Akcje	+1,7%	-1%

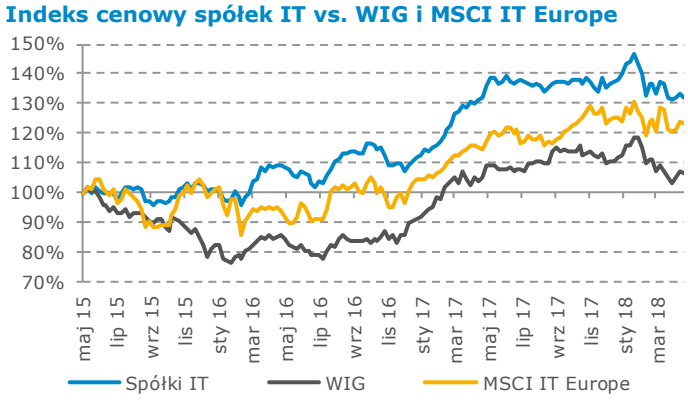
*zmiana w okresie 27.03-25.04
**indeksy MSCI IT EU oraz World

Prognoza wyników kwartalnych w 1Q'18 dla poszczególnych spółek

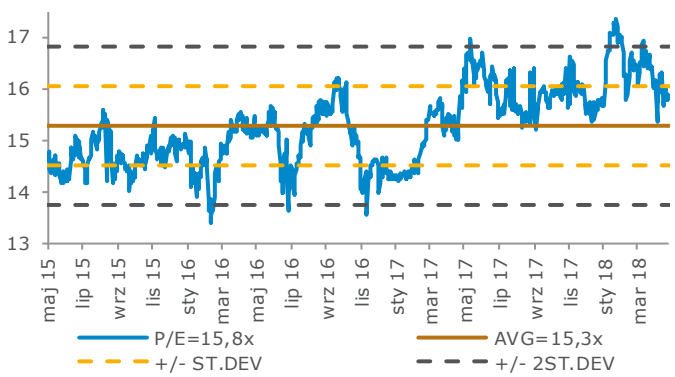
(mln PLN)	ALL	r/r	ABS	r/r	ACP	r/r	ASE	r/r	ATD	r/r	WAS	r/r
Przychody	17,7	+2,5%	60,2	+25,5%	2089,1	+1,0%	150,1	+12,7%	48,5	+13,4%	65,4	+12,0%
EBITDA	2,5	+2,7%	21,9	+16,7%	228,9	-7,1%	22,8	+2,1%	2,2	+43,6%	3,8	-30,4%
EBIT	0,6	-	17,5	+8,6%	132,8	-19,6%	11,7	-8,8%	0,5	-	0,3	-
Zysk netto	0,2	-	14,2	+5,8%	60,2	-1,2%	9,0	-11,2%	0,4	-	0,0	-

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Indeks cenowy spółek IT vs. WIG i MSCI IT Europe



Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

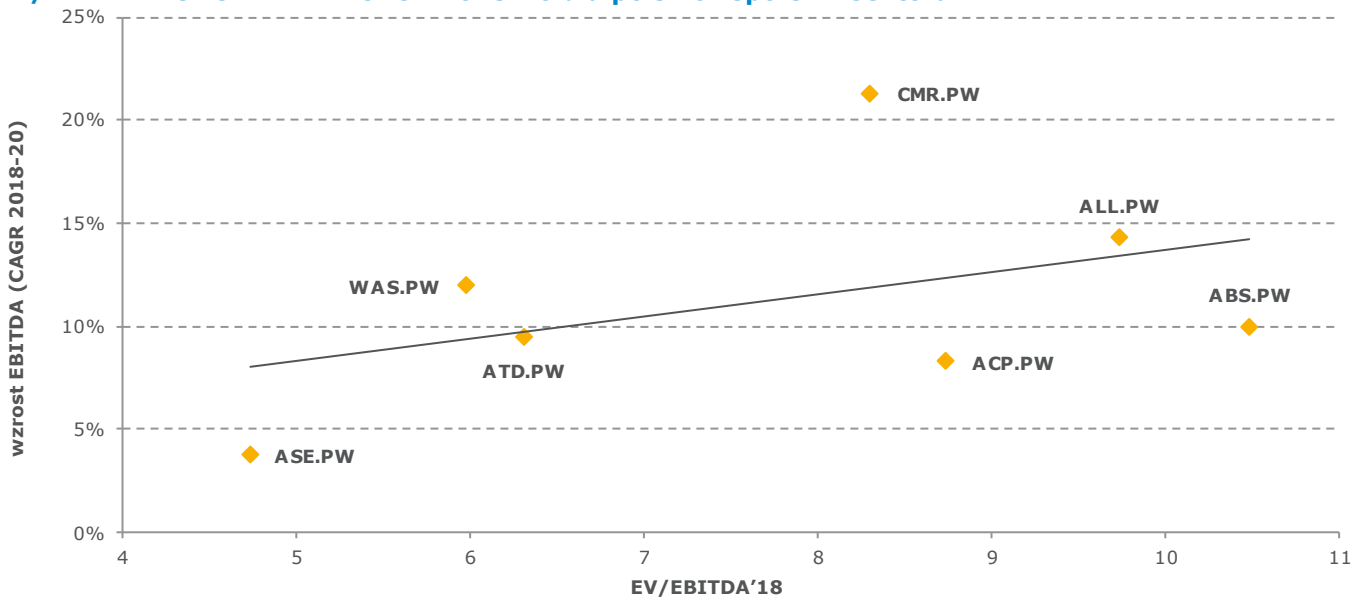
Prognozy i pozycjonowanie spółek IT (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	DN/ EBITDA	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
					2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Ailleron	219	202	5,9	0,3	117	126	134	20,7	23,4	25,8	12,3	14,3	16,1	10,4	11,9	13,1
Asseco BS	906	930	23,5	0,3	254	264	273	88,7	96,4	101,5	71,1	78,1	82,8	57,7	63,3	67,0
Asseco PL	3 702	9 386	359,8	0,4	8 834	9 024	9 253	1 073,9	1 127,8	1 170,1	705,0	764,1	810,3	243,7	233,0	240,8
Asseco SEE	607	526	-71,5	-0,7	638	660	681	111,1	115,5	118,9	69,8	72,7	74,8	56,8	59,3	61,0
Atende	162	188	12,0	0,5	300	300	300	29,8	33,0	34,5	23,0	26,2	27,7	15,6	17,3	18,2
Comarch	1 187	1 193	18,6	0,2	1 219	1 334	1 397	143,7	168,6	176,0	79,2	103,8	110,9	56,5	76,7	84,0
Wasko	189	186	-7,2	-0,3	312	354	364	31,1	35,8	36,5	17,6	22,3	23,0	12,8	17,1	17,7

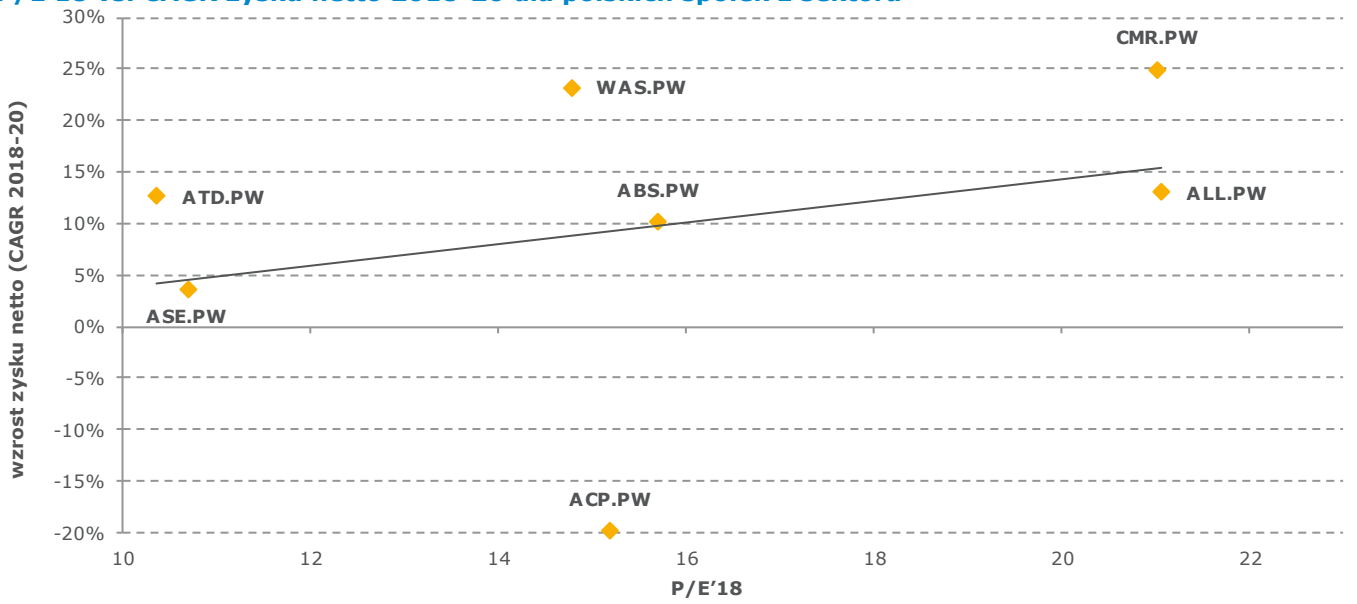
Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio		
	aktualne	zmiana				2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Ailleron	N	-	-	17,70	+9,3%	21,1	18,3	16,7	9,7	8,1	6,8	1,7	1,5	1,3	1,6	1,4	1,3
Asseco BS	N	-	-	27,10	-3,2%	15,7	14,3	13,5	10,5	9,6	9,1	3,7	3,5	3,4	1,5	1,4	1,3
Asseco PL	UW	-	41,20	44,60	-5,4%	15,2	15,9	15,4	8,7	8,2	7,8	1,1	1,0	1,0	-0,8	-0,8	-0,8
Asseco SEE	OW	►	-	11,70	-9,7%	10,7	10,2	10,0	4,7	4,3	4,0	0,8	0,8	0,7	3,0	2,9	2,8
Atende	OW	-	-	4,45	+4,7%	10,4	9,3	8,9	6,3	5,9	5,9	0,6	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7
Comarch	N	-	166,50	146,00	+2,1%	21,0	15,5	14,1	8,3	7,2	6,9	1,0	0,9	0,9	0,8	0,6	0,6
Wasko	OW	-	-	2,07	-8,0%	14,8	11,0	10,7	6,0	5,2	5,1	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5
Mediana						**15,2**	**14,3**	**13,5**	**8,3**	**7,2**	**6,8**	**1,0**	**0,9**	**0,9**	**0,8**	**0,7**	**0,7**

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

EV/EBITDA'18 vs. EBITDA CAGR 2018-20 dla polskich spółek z sektora



P/E'18 vs. CAGR zysku netto 2018-20 dla polskich spółek z sektora

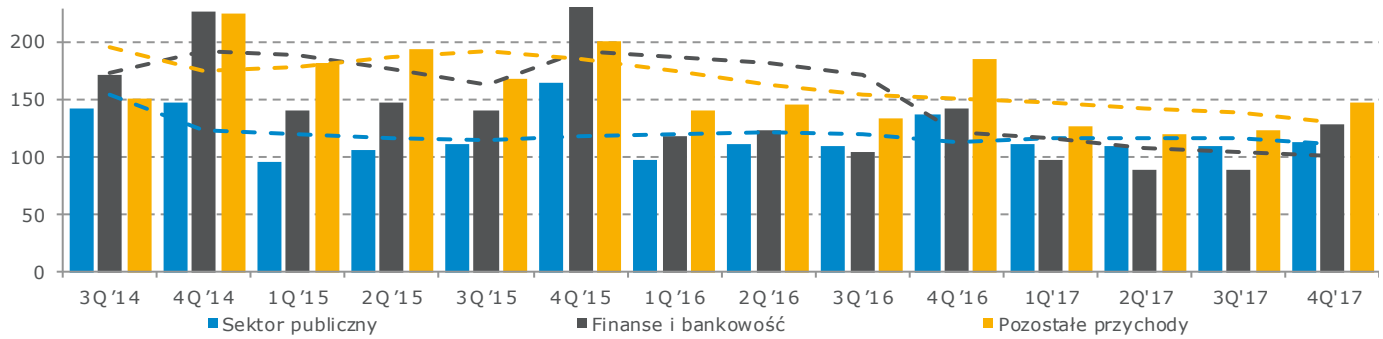


Wybrane dane finansowe dla polskich spółek IT*

Spółka	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17
Dynamika sprzedaży r/r (%)													
Ailleron	-13,0%	-5,2%	12,6%	10,8%	3,3%	11,4%	12,4%	15,6%	6,2%	16,1%	5,6%	30,5%	-26,1%
Asseco BS	10,2%	12,6%	14,3%	18,1%	19,8%	15,9%	12,4%	8,4%	2,9%	12,1%	8,7%	-34,2%	2,7%
Asseco PL	209,9%	388,3%	15,9%	-13,4%	11,6%	12,0%	2,9%	112,0%	31,3%	19,0%	20,2%	7,3%	11,9%
Asseco SEE	10,2%	-0,7%	0,7%	10,4%	-15,6%	21,6%	15,0%	3,2%	28,4%	11,1%	6,7%	-2,6%	-10,7%
Atende	9,4%	16,5%	41,2%	98,1%	-2,3%	-28,3%	8,8%	-47,3%	-11,5%	34,5%	-9,6%	9,5%	21,5%
Comarch	15,9%	18,0%	17,3%	-8,7%	10,7%	-1,3%	5,5%	-0,3%	-7,9%	-0,4%	-8,9%	17,0%	-5,6%
Wasko	-1,8%	36,1%	2,8%	36,0%	12,0%	-61,5%	-46,8%	-61,5%	-43,5%	30,7%	12,7%	5,7%	22,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży													
Ailleron	39,9%	39,8%	36,7%	39,5%	41,9%	43,4%	39,9%	44,8%	44,1%	45,8%	42,4%	40,8%	47,7%
Asseco BS	23,8%	24,4%	24,2%	25,0%	23,1%	24,0%	23,1%	24,6%	22,6%	21,7%	20,3%	27,8%	0,0%
Asseco PL	54,0%	38,4%	48,9%	50,9%	43,3%	31,7%	34,8%	33,8%	32,6%	28,6%	33,7%	25,6%	32,6%
Asseco SEE	22,0%	26,5%	26,3%	26,9%	23,7%	23,4%	24,1%	23,6%	24,3%	22,9%	25,1%	25,4%	27,0%
Atende	26,3%	24,3%	24,9%	17,8%	28,4%	34,8%	31,6%	33,0%	32,8%	33,6%	23,3%	28,6%	37,8%
Comarch	35,7%	25,8%	31,5%	25,6%	34,2%	25,1%	32,6%	20,8%	39,5%	17,3%	19,6%	22,2%	34,2%
Wasko	17,4%	18,5%	16,7%	14,9%	20,0%	20,7%	22,4%	21,8%	22,4%	20,9%	23,5%	15,8%	22,4%
SG&A/przychody													
Ailleron	12,5%	13,8%	14,2%	12,1%	12,6%	12,6%	12,8%	12,4%	12,7%	12,4%	14,1%	16,3%	17,2%
Asseco BS	13,5%	13,9%	14,0%	13,7%	13,4%	13,8%	14,1%	13,9%	13,8%	13,5%	13,4%	18,2%	0,0%
Asseco PL	29,8%	28,8%	28,7%	47,4%	29,5%	28,3%	23,9%	25,3%	21,5%	24,7%	21,9%	22,8%	17,5%
Asseco SEE	12,3%	17,7%	14,7%	15,6%	13,1%	15,2%	14,8%	14,2%	12,8%	13,2%	13,1%	15,1%	13,2%
Atende	13,3%	27,0%	25,8%	13,1%	15,7%	43,2%	23,4%	26,2%	22,2%	33,9%	26,4%	25,8%	18,8%
Comarch	18,8%	17,4%	20,9%	24,3%	17,8%	19,3%	20,8%	22,4%	21,1%	21,5%	22,3%	19,0%	21,4%
Wasko	9,0%	7,6%	11,4%	7,9%	10,5%	21,1%	20,6%	17,9%	15,1%	15,9%	13,8%	21,6%	9,3%
Zysk EBITDA													
Ailleron	14,4	12,4	10,7	12,6	15,5	15,5	13,5	16,4	17,2	18,8	14,5	17,6	25,4
Asseco BS	245,7	229,3	234,6	270,2	274,0	257,9	248,0	280,7	283,0	246,3	222,3	175,5	291,9
Asseco PL	6,4	1,6	4,3	1,3	4,3	2,0	3,7	3,3	5,6	2,4	4,6	2,4	7,9
Asseco SEE	22,3	16,8	21,4	22,5	22,7	18,9	22,9	21,9	30,3	22,3	27,7	23,7	32,9
Atende	12,5	-0,1	2,8	5,8	12,4	-0,8	6,9	5,0	10,1	1,5	0,2	3,1	18,6
Comarch	59,3	33,0	36,5	19,1	78,0	28,3	39,5	24,1	83,7	3,9	23,5	21,9	49,3
Wasko	11,9	16,8	4,8	13,5	13,1	2,8	1,3	4,2	6,0	5,5	7,9	1,0	11,6
Marża EBITDA													
Ailleron	34,2%	33,5%	30,5%	35,0%	35,6%	37,5%	34,2%	39,2%	37,2%	39,2%	34,9%	32,4%	-70,5%
Asseco BS	13,4%	14,4%	13,7%	15,4%	12,5%	14,0%	12,9%	14,8%	12,5%	11,9%	10,6%	14,0%	12,6%
Asseco PL	27,1%	12,4%	22,0%	13,5%	16,3%	13,9%	18,8%	16,8%	16,1%	13,9%	19,0%	11,4%	20,2%
Asseco SEE	13,5%	17,0%	17,6%	17,7%	16,3%	15,8%	16,3%	16,7%	16,9%	16,7%	18,5%	18,5%	20,5%
Atende	14,7%	-0,3%	5,5%	6,2%	14,8%	-2,6%	12,3%	10,0%	13,7%	3,5%	0,4%	5,7%	20,7%
Comarch	16,3%	13,4%	14,1%	8,5%	19,4%	11,6%	14,5%	10,8%	22,6%	1,6%	9,5%	8,4%	14,1%
Wasko	10,8%	14,5%	5,2%	11,2%	10,6%	6,2%	2,6%	9,1%	8,6%	9,4%	14,6%	2,1%	13,5%
Marża zysku netto													
Ailleron	22,4%	21,7%	19,0%	22,8%	24,3%	25,1%	22,6%	26,8%	25,9%	27,9%	23,0%	18,8%	-46,1%
Asseco BS	4,9%	4,9%	3,5%	5,7%	5,7%	3,6%	4,0%	4,3%	3,4%	2,9%	2,5%	5,2%	3,3%
Asseco PL	18,4%	8,3%	19,7%	1,5%	5,8%	2,6%	11,3%	3,2%	12,6%	3,1%	10,4%	2,7%	14,0%
Asseco SEE	8,3%	8,2%	9,6%	10,0%	7,9%	6,8%	8,7%	8,3%	11,3%	7,6%	10,3%	8,6%	11,5%
Atende	9,6%	-3,4%	0,2%	3,8%	9,7%	-8,0%	6,6%	5,5%	8,5%	-0,3%	-3,1%	2,0%	14,9%
Comarch	9,2%	7,6%	6,8%	0,1%	10,9%	3,1%	2,0%	3,2%	13,5%	2,0%	2,4%	-1,4%	10,2%
Wasko	5,7%	9,1%	0,6%	6,1%	6,4%	-1,2%	-3,6%	1,2%	3,2%	2,3%	6,9%	-3,6%	7,2%

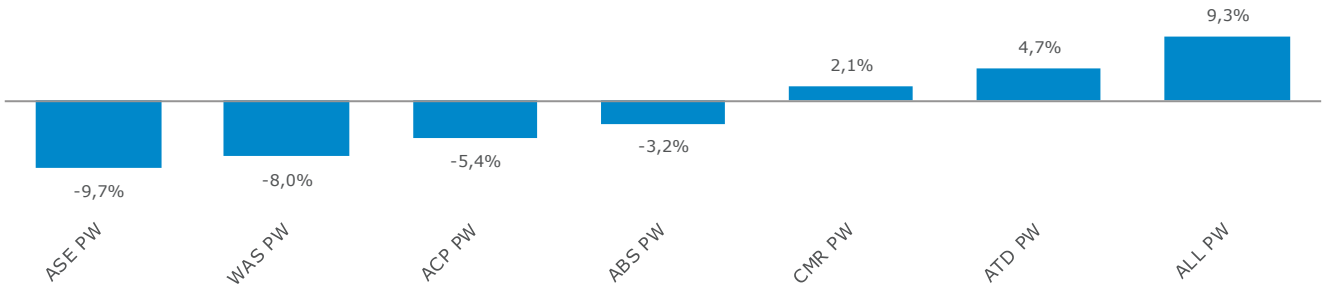
Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku;
*zielony/czerwony kolor oznacza pozytywną/negatywną zmianę R/R dla spółki (a dla „dynamiki sprzedaży" kolor oznacza zmianę Q/Q)

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



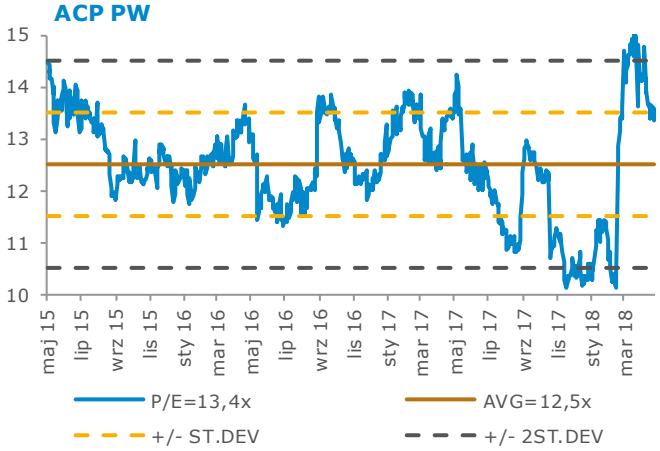
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Miesięczny performance spółek polskich

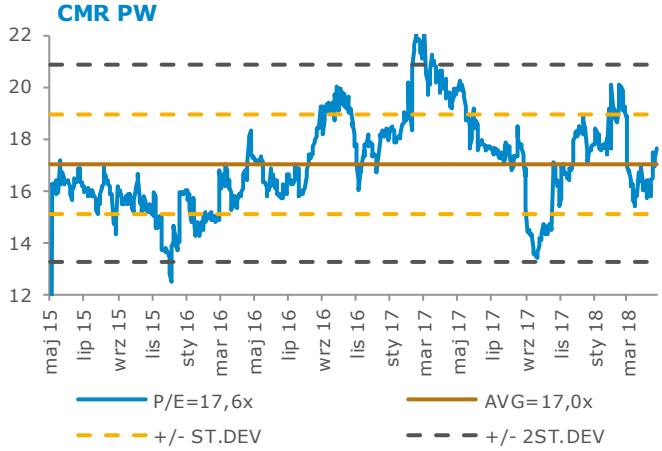


Wskaźnik P/E 12M fwd dla wybranych spółek polskich i zagranicznych

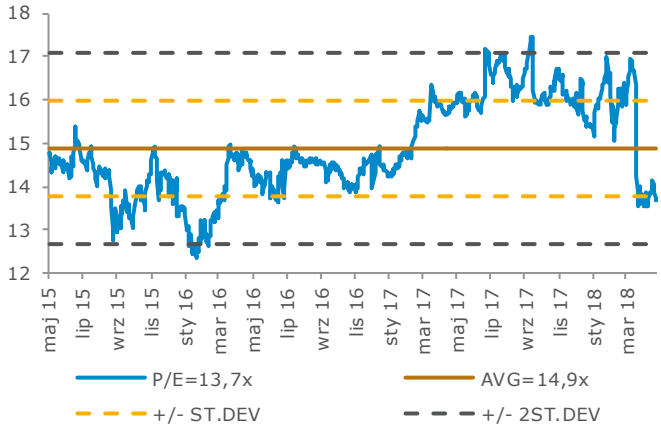
ACP PW



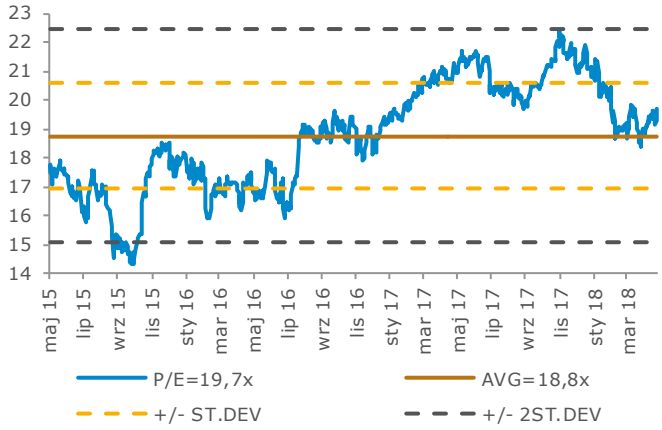
CMR PW



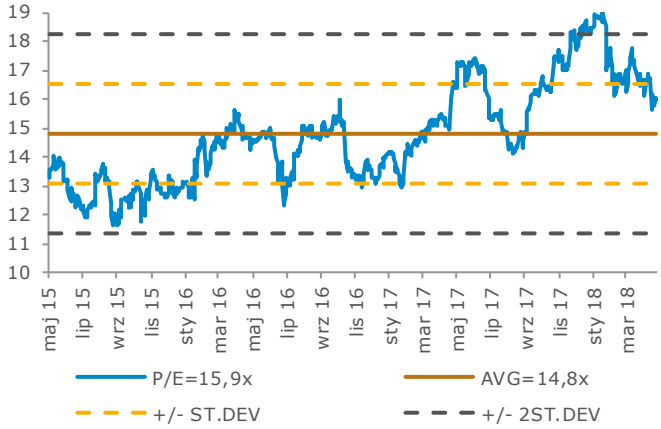
ORCL US



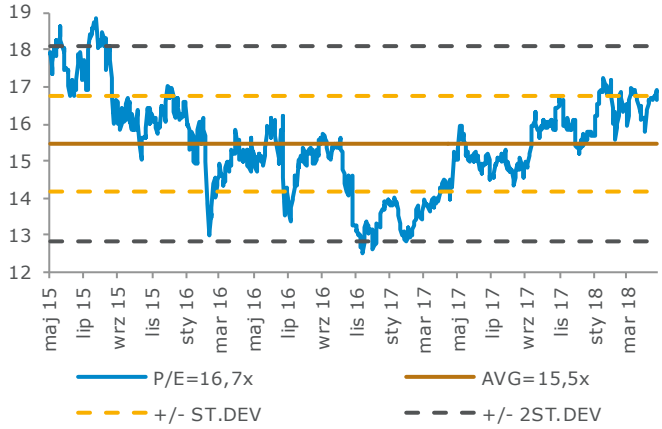
SAP GR



SOW GY

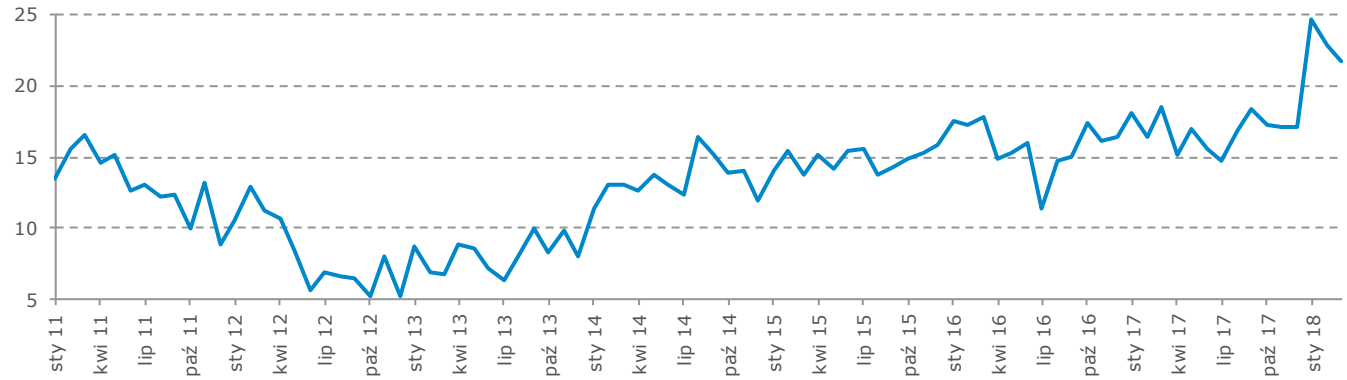


CAP FP

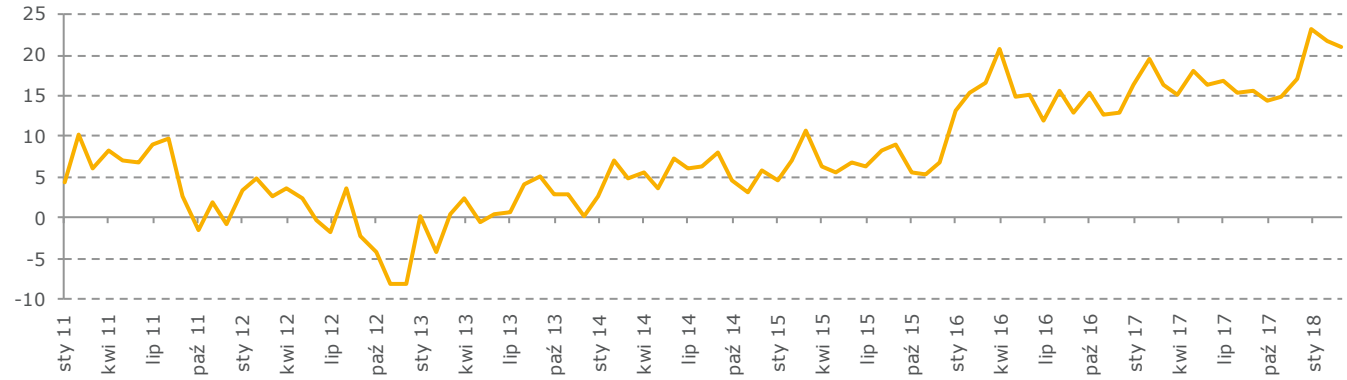


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

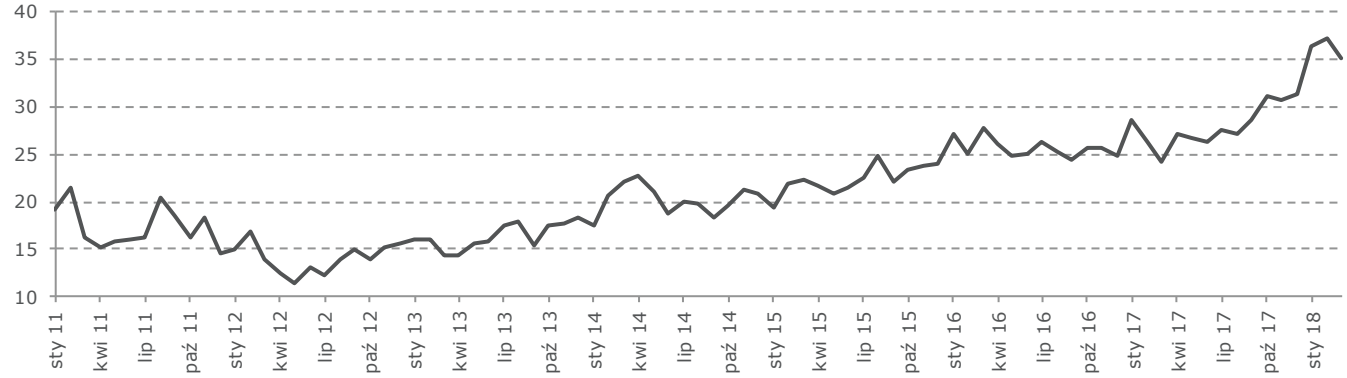
Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w sektorze IT (p. p.)



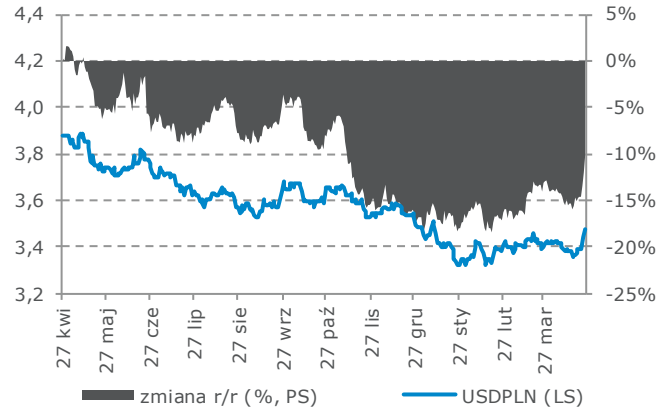
Przewidywane zatrudnienie w sektorze IT (p. p.)



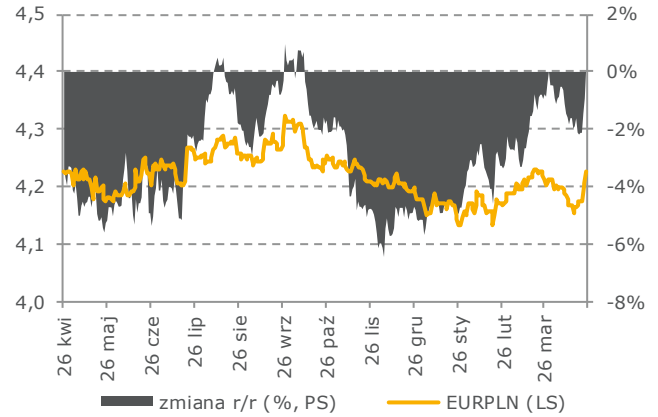
Bariery działalności - niedobór wykwalifikowanych pracowników w sektorze IT (p. p.)



Kurs USDPLN i zmiana r/r



Kurs EURPLN i zmiana r/r



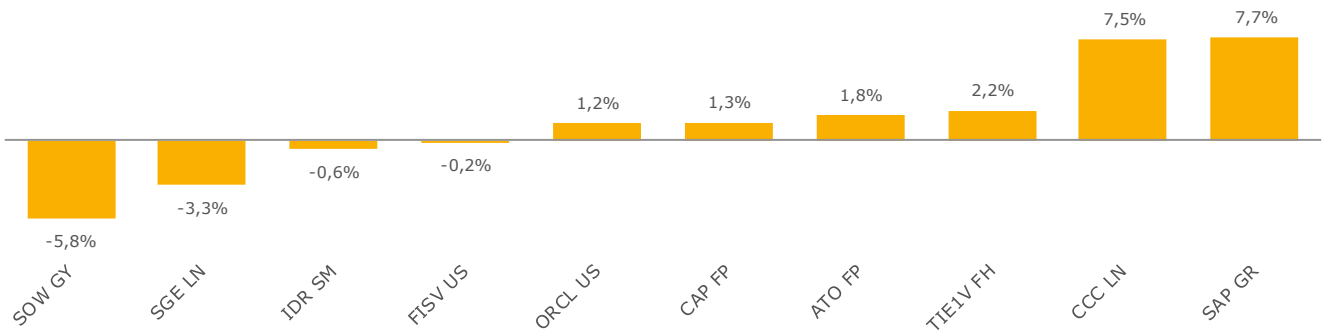
Źródło: GUS, Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena zagranicznych spółek IT

Spółki	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio			DYield		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Atos	111,25	+1,8%	12,6	11,6	11,0	7,2	6,8	6,4	1,0	0,9	0,9	0,6	0,6	0,5	1,7%	1,8%	1,9%
Capgemini	104,60	+1,3%	17,2	15,6	14,4	10,4	9,7	9,1	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,7%	1,9%	2,0%
Computacentr	12,28	+7,5%	18,0	17,3	16,7	9,1	8,8	8,5	0,3	0,3	0,3	5,9	5,6	5,4	2,1%	2,1%	77,3%
Fiserv	70,16	-0,2%	22,7	20,1	18,1	15,7	14,9	13,7	5,7	5,5	5,1	2,4	2,1	1,9	-	-	-
Indra Sistem	11,09	-0,6%	15,8	13,1	11,6	8,6	7,8	7,2	0,8	0,8	0,8	1,7	1,4	1,3	0,6%	1,9%	2,1%
Oracle	45,75	+1,2%	14,8	13,6	12,6	9,5	9,1	8,5	4,5	4,3	4,1	0,9	0,8	0,7	1,6%	1,6%	1,7%
Sage Group	6,28	-3,3%	19,0	17,4	15,9	13,6	12,6	11,5	4,0	3,7	3,5	1,5	1,4	1,3	2,6%	2,9%	3,1%
SAP	89,25	+7,7%	20,4	18,4	16,5	13,8	12,3	11,4	4,5	4,2	3,9	1,2	1,1	1,0	1,6%	1,8%	2,0%
Software AG	40,50	-5,8%	16,3	15,2	14,0	11,1	10,4	9,7	3,4	3,3	3,1	1,1	1,0	0,9	1,7%	1,8%	2,0%
Tieto	28,34	+2,2%	16,1	15,4	14,6	10,4	9,9	9,6	1,3	1,3	1,3	1,6	1,5	1,5	5,0%	5,1%	5,3%
Mediana			**16,8**	**15,5**	**14,5**	**10,4**	**9,8**	**9,4**	**2,4**	**2,3**	**2,2**	**1,4**	**1,3**	**1,1**	**1,7%**	**1,9%**	**2,0%**

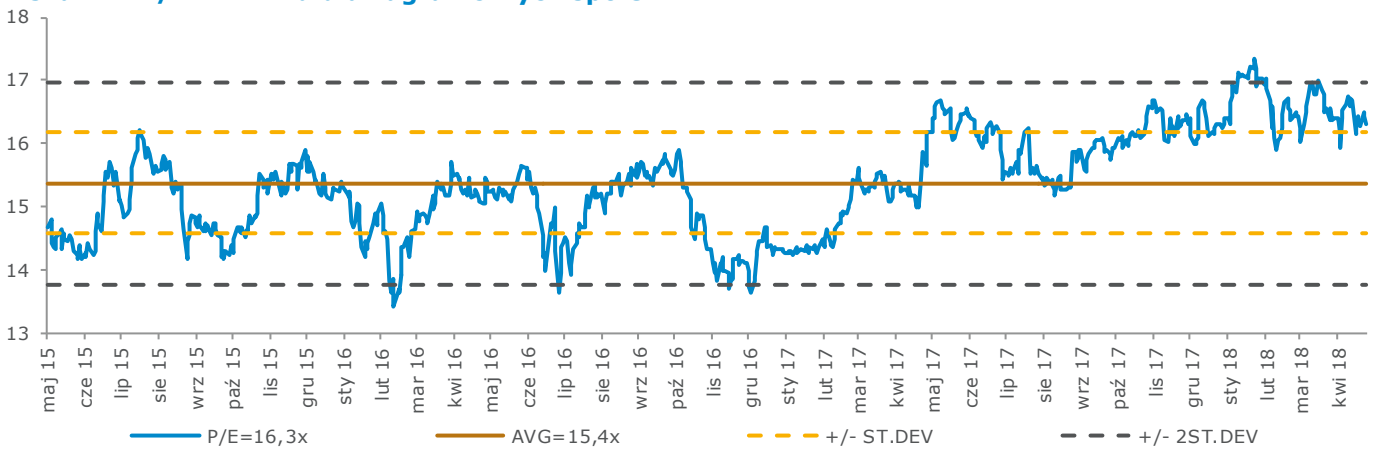
Źródło: Bloomberg

Miesięczny performance spółek zagranicznych

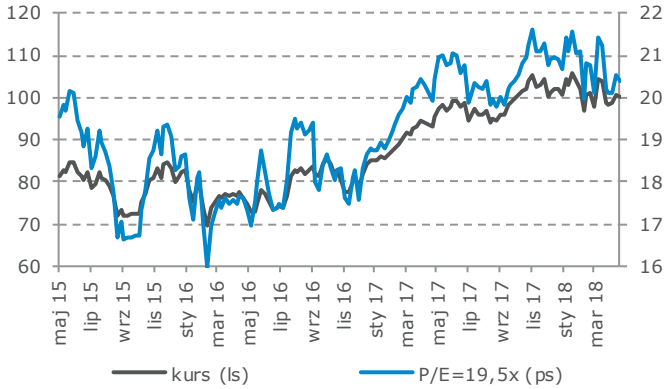


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

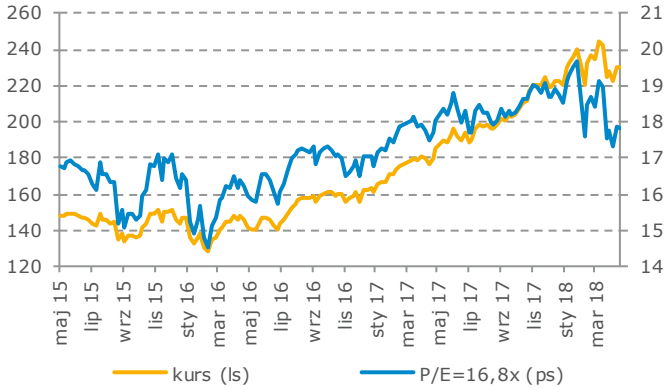
Wskaźnik P/E 12M fwd dla zagranicznych spółek IT



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

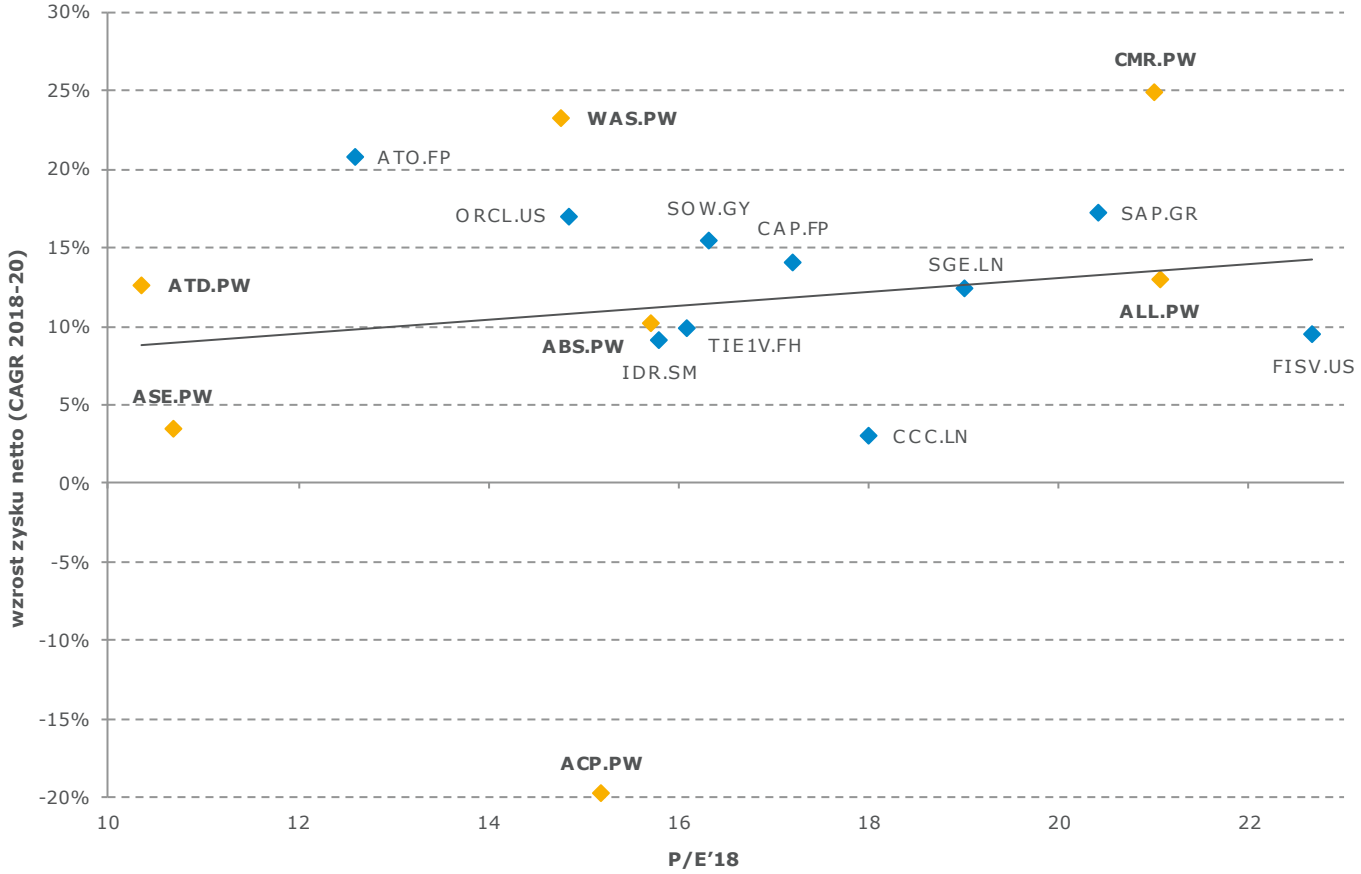


Indeks MSCI World IT na tle P/E 12M fwd

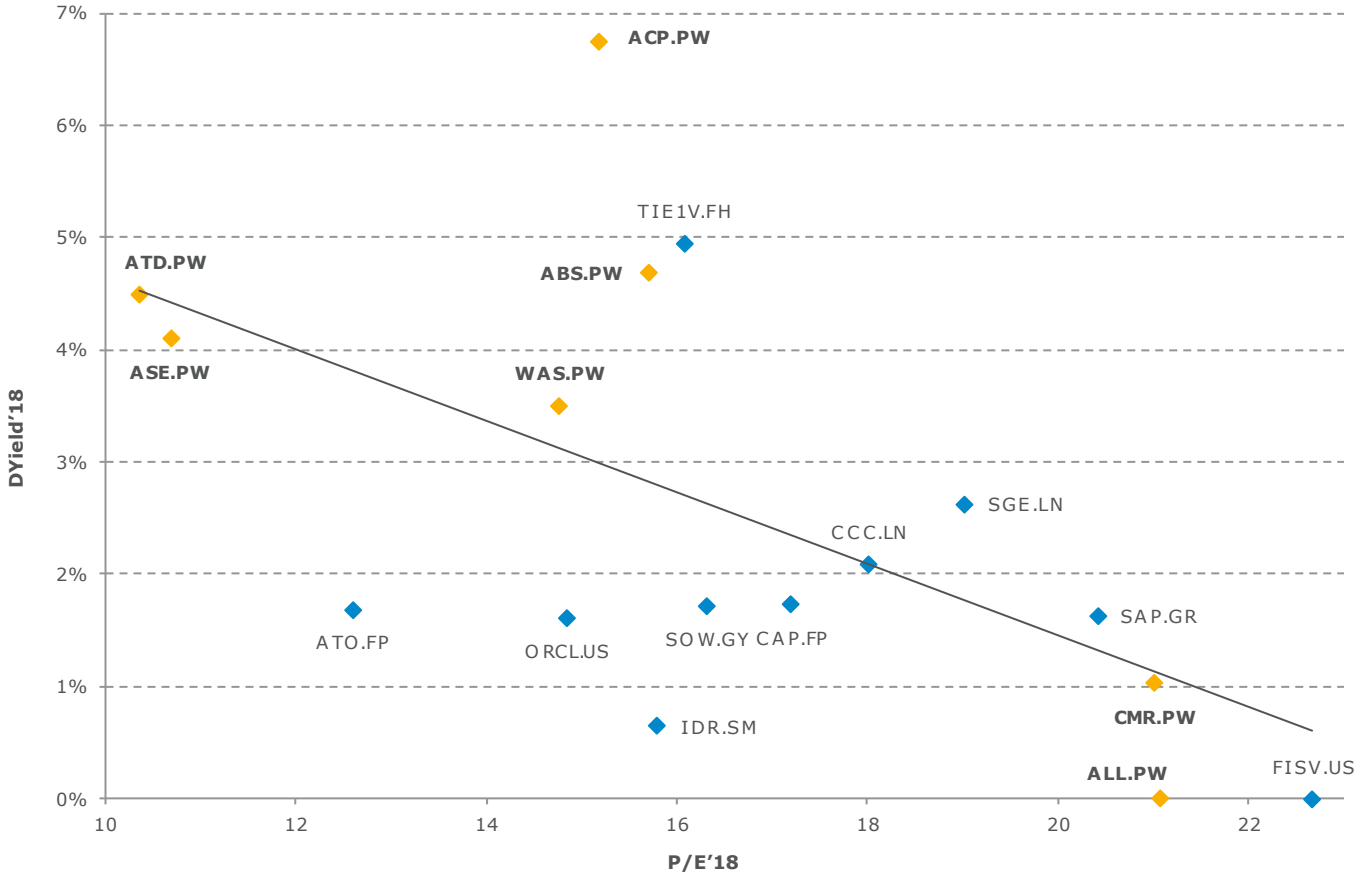


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

P/E'18 vs. CAGR zysku netto 2018-20 dla wybranych spółek z sektora na tle zachodnich peersów



P/E'18 vs. DYield'18 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 księgowa
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 księgowa) – 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:
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. 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 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.

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 miedzy 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 26 kwietnia 2018 o godzinie 8:52.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 kwietnia 2018 o godzinie 8:52.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, PBKM, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PBKM, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energa, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, Lotos, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: GetBack, Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Asseco SEE, Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, Polski Bank Komórek Macierzystych, Robyg, Wirtualna Polska.

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.

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Asseco BS

rekomendacja	**równoważ**	**równoważ**	**równoważ**
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28,00	28,90	26,29

Asseco PL

rekomendacja	**redukuj**	**redukuj**	**trzymaj**	**redukuj**	**trzymaj**	**redukuj**	**redukuj**
data wydania	2018-03-27	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27
cena docelowa (PLN)	41,20	44,00	44,80	44,80	44,00	44,80	48,79
kurs z dnia rekomendacji	45,20	45,62	44,47	47,00	44,54	47,23	54,70

Ailleron

rekomendacja	**równoważ**	**równoważ**	**równoważ**
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	16,20	17,60	18,73

Asseco SEE

rekomendacja	**przeważaj**	**przeważaj**	**przeważaj**	**przeważaj**
data wydania	2018-04-26	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,70	12,95	13,25	11,45

Atende

rekomendacja	**przeważaj**	**przeważaj**	**przeważaj**
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,25	4,85	4,46

Comarch

rekomendacja	**kupuj**	**trzymaj**	**trzymaj**	**kupuj**	**akumuluj**	**akumuluj**	**trzymaj**	**trzymaj**
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-27	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	166,50	166,50	180,00	205,00	185,00	195,00	195,00	205,00
kurs z dnia rekomendacji	131,50	155,00	177,00	178,30	163,50	178,50	195,00	223,00

Wasko

rekomendacja	**przeważaj**	**przeważaj**	**przeważaj**
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,25	2,24	1,98

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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 Zybała
+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