

środa, 30 maja 2018 | opracowanie cykliczne

Spółki IT: maj 2018

Informatyka, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigel +48 22 438 24 06

- W maju'18 **WIG INFO spadł o 2,4%**, a od początku roku o **2,7%** (vs. **+0,3%** i **-7% WIG** odpowiednio). **Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 15,4x i jest równy historycznej średniej z 3 lat**, tym samym poziom premii **spadł o blisko 6%** w ciągu dwóch miesięcy.
- Sezon wyników za 1Q'18 **przebiegał neutralnie dla spółek IT**: łączny wynik EBITDA spółek wzrósł o 1,7% R/R (mediana wzrostu R/R = 11,3%), a łączny zysk netto spadł o 3,7% R/R (mediana +12,0%).
- ACP** zaraportowało dobre wyniki za 1Q'18. Oczyszczony zysk netto w 1Q'18 wyniósł 63,9 mln PLN (+ 6,2% vs. nasze oczekiwania i +16,2% konsensus rynkowy). Jesteśmy **sceptyczni** do wysokości generowanego cash flow przez podmiot dominujący, z drugiej strony odbicie w obszarze bankowości oraz zamówienia na rozwój od ZUS z 1Q'18 powinny być widoczne w wynikach matki także w 2Q'18. Co więcej, obecny poziom notowań jest zbliżony do naszej ceny docelowej (42,70 PLN vs. 41,20 PLN). Stąd sądzimy, że **ACP ma szansę na wzrost notowań w czerwcu'18**, po spadkach o >5% od poł. marca'18. Spółka jest obecnie wyceniana na **P/E'18/19 = 14,5/15,2x**, z blisko 22/10% dyskontem do zagranicznych spółek IT.
- CMR** także zaraportował **zestaw dobrych wyników**. Po oczyszczeniu wyników o zd. jednorazowe EBITDA/EBIT wyniosła 23,3/7,2 mln PLN, co oznacza istotnie lepsze rezultaty od naszych założeń na poziomie 13,7/-3,6 mln PLN oraz od konsensusu 10,3/-6,9 mln PLN. Zaskoczenie wynikało z wyższych obrotów, zwłaszcza w obszarze TMT.
- Korygujemy w dół prognozy** przychodów/EBITDA/zysku netto dla **Wasko** o odpowiednio 13%/9%/15% na 2018 r. Powodem są niższe od oczekiwań wyniki za 1Q'18, częściowo z/w na koszty prac przygotowujących do realizacji kontraktów w zakresie sieci szerokopasmowych. Niemniej jednak widoczne są też **niższe przychody w 1Q'18** (-8% R/R). Zakładane przez nas poprzednio wyniki (9,4 mln PLN na linii netto) będą trudne do realizacji. **Obniżamy pozycjonowanie do neutralnie**.
- ASE** podało zestaw mocnych wyników za 1Q'18. Przy pominięciu zdarzenia jednorazowego EBITDA jest **wyższa R/R o blisko 20%**. Pomimo problemów z kontraktem z NKBM, spółka wygenerowała wzrosty. Bardzo wyraźna jest dobra kondycja segmentu płatności, który jest najciekawszą częścią ASEE. Na wczorajsze zamknięcie spółka jest notowana atrakcyjnym poziomem na **P/E'18 = 10,7x**, po spadkach o >7% w ciągu ostatnich trzech miesięcy, oczekujemy umocnienia się kursu w czerwcu'18.
- Wyniki **ATD** za 1Q'18 nie przyniosły przełomu, były niskie – zgodnie z oczekiwaniami (1Q'18 jest sezonowo najsłabszy w wykonaniu Atende). Spółka wygenerowała niski CFO, jednak wynika to częściowo z realizowanych przez spółkę kontaktów publicznych. Na chwilę obecną podtrzymujemy naszą roczną prognozę zysku netto rzędu 15,6 mln PLN to implikuje atrakcyjny wskaźnik **P/E'18=9,8x**.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE – PRZEWAŻENIE: ASEE, ATENDE**

Zmiana kursu M/M* i YTD

Polska	M/M	YTD
Comarch	+2.7%	-21%
Asseco PL	+2.7%	+4%
Asseco SEE	+0.4%	-10%
Atende	-5.2%	+3%
Ailleron	-8.5%	-9%
Asseco BS	-10.5%	-10%
Wasko	-18.8%	-29%
WIG INFO	-0.1%	-3%
WIG	-2.3%	-9%
Zagranica	M/M	YTD
Computacentr	+9.8%	+17%
Capgemini	+9.4%	+16%
SAP	+8.5%	+4%
Sage Group	+6.7%	-16%
Tieto	+4.3%	+19%
Atos	+2.3%	-6%
Fiserv	+2.1%	+9%
Oracle	+1.1%	-2%
Software AG	+1.0%	-13%
Indra Sistem	-1.4%	-4%
IT Europe**	+8.1%	+8%
IT World**	+6.9%	+9%
Indeksy	M/M	YTD
MSCI EU	+1.1%	-1%
EU Akcje	-4.0%	-5%

*zmiana w okresie 25.04-29.05

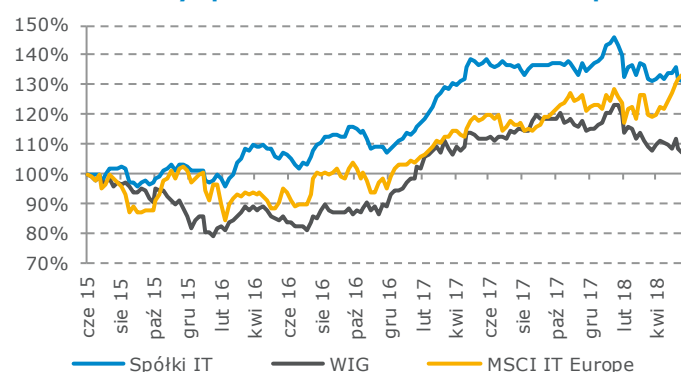
**indeksy MSCI IT EU oraz World

Wyniki kwartalne poszczególnych spółek za 1Q'18 vs. nasze prognozy

(mln PLN)	ABS	vs. mDM	ACP	vs. mDM	ASE	vs. mDM	ATD	vs. mDM	WAS	vs. mDM
Przychody	61,7	+2,5%	2149	+2,9%	138,6	-7,7%	89,9	+17,9%	53,5	-18,1%
EBITDA	22,5	+2,5%	284,5	+16,6%	23,9	+5,0%	18,6	-9,6%	1,2	-69,8%
EBIT	17,8	+1,7%	167,3	+26,0%	13,1	+11,8%	17,1	-	-2,1	-
Zysk netto	14,7	+3,9%	68,9	+14,5%	11,2	+24,8%	12,4	-	-1,7	-

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Indeks cenowy spółek IT vs. WIG i MSCI IT Europe



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT

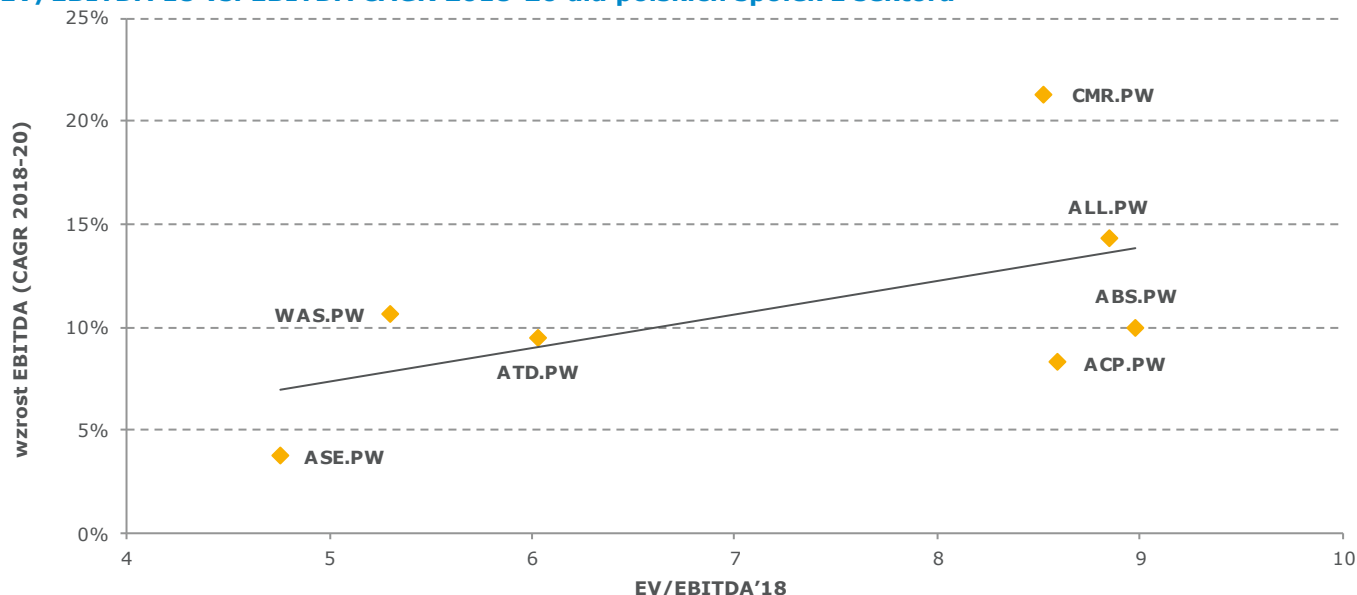


Prognozy i pozycjonowanie spółek IT (mln PLN)

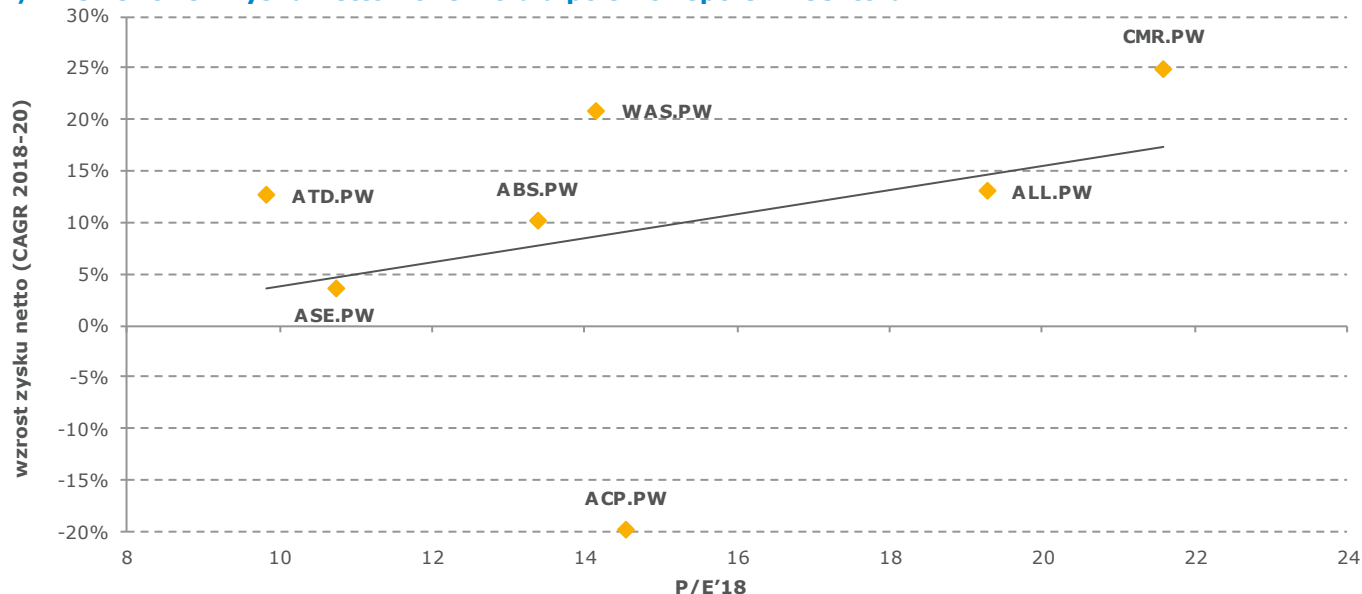
Spółka	MCap	EV	Dług netto	DN/ EBITDA	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto			
					2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	
Ailleron	200	183	5.9	0.3	117	126	134	20.7	23.4	25.8	12.3	14.3	16.1	10.4	11.9	13.1	
Asseco BS	772	797	23.5	0.3	254	264	273	88.7	96.4	101.5	71.1	78.1	82.8	57.7	63.3	67.0	
Asseco PL	3,544	9,228	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	610	529	-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	153	180	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	1,220	1,225	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	153	151	-7.2	-0.3	272	345	355	28.4	34.9	35.3	14.9	21.4	21.8	10.8	16.5	16.7	
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	-	-	16.20	-8.5%	19.3	16.8	15.3	8.8	7.3	6.1	1.6	1.4	1.2	1.5	1.3	1.2
Asseco BS	N	-	-	23.10	-10.5%	13.4	12.2	11.5	9.0	8.2	7.8	3.1	3.0	2.9	1.3	1.2	1.1
Asseco PL	UW	-	41.20	42.70	+2.7%	14.5	15.2	14.7	8.6	8.1	7.7	1.0	1.0	1.0	-0.7	-0.8	-0.7
Asseco SEE	OW	-	-	11.75	+0.4%	10.7	10.3	10.0	4.8	4.4	4.0	0.8	0.8	0.7	3.1	2.9	2.9
Atende	OW	-	-	4.22	-5.2%	9.8	8.9	8.4	6.0	5.7	5.6	0.6	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
Comarch	OW	-	166.50	150.00	+2.7%	21.6	15.9	14.5	8.5	7.4	7.1	1.0	0.9	0.9	0.9	0.6	0.6
Wasko	N	▼	-	1.68	-18.8%	14.2	9.3	9.2	5.3	4.5	4.3	0.6	0.5	0.4	0.7	0.4	0.4
Mediana						14.2	12.2	11.5	8.5	7.3	6.1	1.0	0.9	0.9	0.9	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



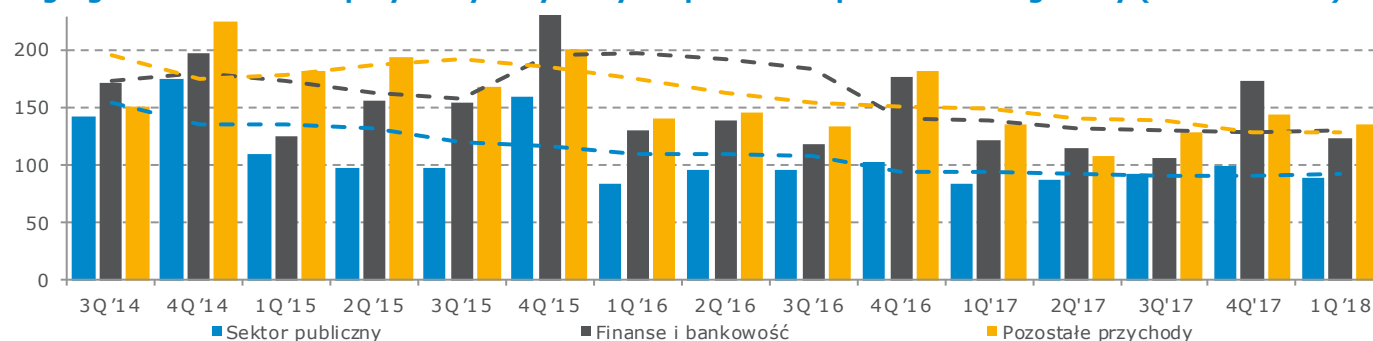
Wybrane dane finansowe dla polskich spółek IT*

Spółka	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18
Dynamika sprzedaży r/r (%)													
Ailleron	388.3%	15.9%	-13.4%	11.6%	12.0%	2.9%	112.0%	31.3%	19.0%	20.2%	7.3%	11.9%	0.0%
Asseco BS	-5.2%	12.6%	10.8%	3.3%	11.4%	12.4%	15.6%	6.2%	16.1%	5.6%	30.5%	48.6%	28.7%
Asseco PL	12.6%	14.3%	18.1%	19.8%	15.9%	12.4%	8.4%	2.9%	12.1%	8.7%	-34.2%	2.7%	3.9%
Asseco SEE	-0.7%	0.7%	10.4%	-15.6%	21.6%	15.0%	3.2%	28.4%	11.1%	6.7%	-2.6%	-10.7%	-22.8%
Atende	16.5%	41.2%	98.1%	-2.3%	-28.3%	8.8%	-47.3%	-11.5%	34.5%	-9.6%	9.5%	93.6%	33.7%
Comarch	18.0%	17.3%	-8.7%	10.7%	-1.3%	5.5%	-0.3%	-7.9%	-0.4%	-8.9%	17.0%	-5.6%	12.3%
Wasko	36.1%	2.8%	36.0%	12.0%	-61.5%	-46.8%	-61.5%	-43.5%	30.7%	12.7%	5.7%	22.3%	-8.3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży													
Ailleron	38.4%	48.9%	50.9%	43.3%	31.7%	34.8%	33.8%	32.6%	28.6%	33.7%	25.6%	32.6%	26.6%
Asseco BS	39.8%	36.7%	39.5%	41.9%	43.4%	39.9%	44.8%	44.1%	45.8%	42.4%	40.8%	47.7%	41.5%
Asseco PL	24.4%	24.2%	25.0%	23.1%	24.0%	23.1%	24.6%	22.6%	21.7%	20.3%	23.5%	20.8%	20.4%
Asseco SEE	26.5%	26.3%	26.9%	23.7%	23.4%	24.1%	23.6%	24.3%	22.9%	25.1%	25.4%	27.0%	23.2%
Atende	24.3%	24.9%	17.8%	28.4%	34.8%	31.6%	33.0%	32.8%	33.6%	23.3%	28.6%	26.2%	26.3%
Comarch	25.8%	31.5%	25.6%	34.2%	25.1%	32.6%	20.8%	39.5%	17.3%	19.6%	22.2%	34.2%	20.8%
Wasko	18.5%	16.7%	14.9%	20.0%	20.7%	22.4%	21.8%	22.4%	20.9%	23.5%	15.8%	19.4%	14.9%
SG&A/przychody													
Ailleron	28.8%	28.7%	47.4%	29.5%	28.3%	23.9%	25.3%	21.5%	24.7%	21.9%	22.8%	17.5%	8.0%
Asseco BS	13.8%	14.2%	12.1%	12.6%	12.6%	12.8%	12.4%	12.7%	12.4%	14.1%	16.3%	17.2%	12.6%
Asseco PL	13.9%	14.0%	13.7%	13.4%	13.8%	14.1%	13.9%	13.8%	13.5%	13.4%	18.2%	11.7%	12.4%
Asseco SEE	17.7%	14.7%	15.6%	13.1%	15.2%	14.8%	14.2%	12.8%	13.2%	13.1%	15.1%	13.2%	13.9%
Atende	27.0%	25.8%	13.1%	15.7%	43.2%	23.4%	26.2%	22.2%	33.9%	26.4%	25.8%	11.2%	27.3%
Comarch	17.4%	20.9%	24.3%	17.8%	19.3%	20.8%	22.4%	21.1%	21.5%	22.3%	19.0%	21.4%	18.2%
Wasko	7.6%	11.4%	7.9%	10.5%	21.1%	20.6%	17.9%	15.1%	15.9%	13.8%	21.6%	9.3%	8.6%
Zysk EBITDA													
Ailleron	1.6	4.3	1.3	4.3	2.0	3.7	3.3	5.6	2.4	4.6	2.4	7.9	2.5
Asseco BS	12.4	10.7	12.6	15.5	15.5	13.5	16.4	17.2	18.8	14.5	17.6	25.4	22.5
Asseco PL	229.3	234.6	270.2	274.0	257.9	248.0	280.7	283.0	246.3	222.3	175.5	291.9	284.5
Asseco SEE	16.8	21.4	22.5	22.7	18.9	22.9	21.9	30.3	22.3	27.7	23.7	32.9	23.9
Atende	-0.1	2.8	5.8	12.4	-0.8	6.9	5.0	10.1	1.5	0.2	3.1	21.5	2.0
Comarch	33.0	36.5	19.1	78.0	28.3	39.5	24.1	83.7	3.9	23.5	21.9	49.3	16.2
Wasko	16.8	4.8	13.5	13.1	2.8	1.3	4.2	6.0	5.5	7.9	1.0	11.6	1.2
Marża EBITDA													
Ailleron	12.4%	22.0%	13.5%	16.3%	13.9%	18.8%	16.8%	16.1%	13.9%	19.0%	11.4%	20.2%	14.0%
Asseco BS	33.5%	30.5%	35.0%	35.6%	37.5%	34.2%	39.2%	37.2%	39.2%	34.9%	32.4%	37.0%	36.4%
Asseco PL	14.4%	13.7%	15.4%	12.5%	14.0%	12.9%	14.8%	12.5%	11.9%	10.6%	14.0%	12.6%	13.2%
Asseco SEE	17.0%	17.6%	17.7%	16.3%	15.8%	16.3%	16.7%	16.9%	16.7%	18.5%	18.5%	20.5%	17.2%
Atende	-0.3%	5.5%	6.2%	14.8%	-2.6%	12.3%	10.0%	13.7%	3.5%	0.4%	5.7%	15.0%	3.4%
Comarch	13.4%	14.1%	8.5%	19.4%	11.6%	14.5%	10.8%	22.6%	1.6%	9.5%	8.4%	14.1%	5.9%
Wasko	14.5%	5.2%	11.2%	10.6%	6.2%	2.6%	9.1%	8.6%	9.4%	14.6%	2.1%	13.5%	2.1%
Marża zysku netto													
Ailleron	8.3%	19.7%	1.5%	5.8%	2.6%	11.3%	3.2%	12.6%	3.1%	10.4%	2.7%	14.0%	0.0%
Asseco BS	21.7%	19.0%	22.8%	24.3%	25.1%	22.6%	26.8%	25.9%	27.9%	23.0%	18.8%	24.7%	23.9%
Asseco PL	4.9%	3.5%	5.7%	5.7%	3.6%	4.0%	4.3%	3.4%	2.9%	2.5%	5.2%	3.3%	3.2%
Asseco SEE	8.2%	9.6%	10.0%	7.9%	6.8%	8.7%	8.3%	11.3%	7.6%	10.3%	8.6%	11.5%	8.1%
Atende	-3.4%	0.2%	3.8%	9.7%	-8.0%	6.6%	5.5%	8.5%	-0.3%	-3.1%	2.0%	10.3%	6.9%
Comarch	7.6%	6.8%	0.1%	10.9%	3.1%	2.0%	3.2%	13.5%	2.0%	2.4%	-1.4%	10.2%	-2.3%
Wasko	9.1%	0.6%	6.1%	6.4%	-1.2%	-3.6%	1.2%	3.2%	2.3%	6.9%	-3.6%	7.2%	-3.2%

Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku;

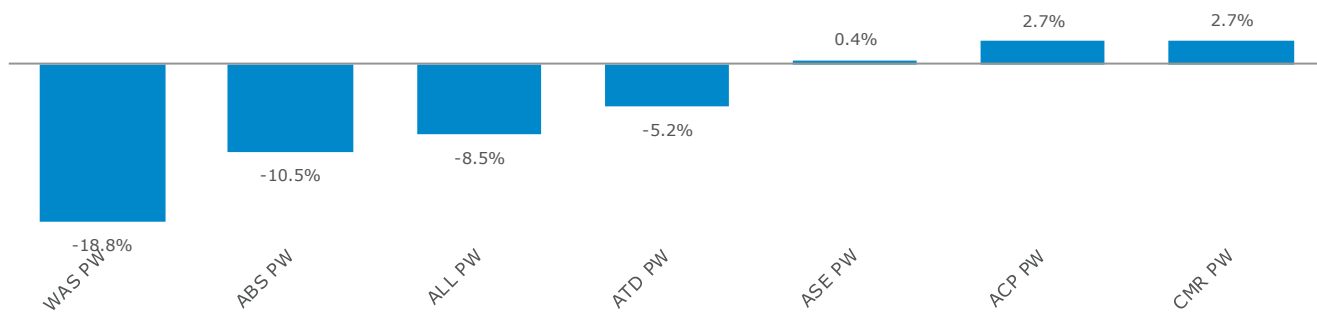
*zielony/czerwony kolor oznacza pozytywną/negatywną zmianę R/R dla spółki (a dla „dynamiki sprzedaży” kolor oznacza zmianę Q/Q)

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

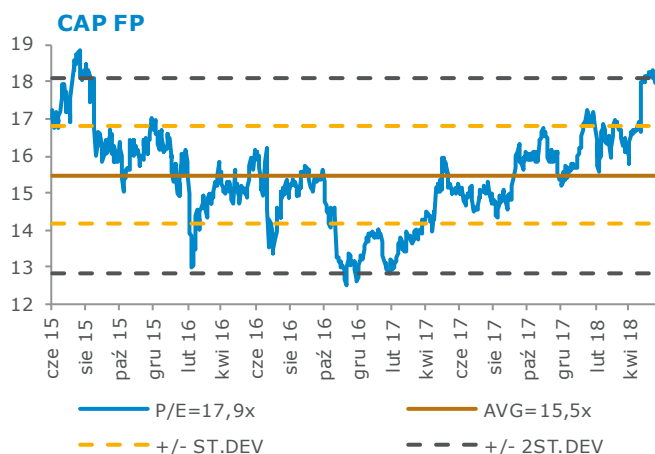
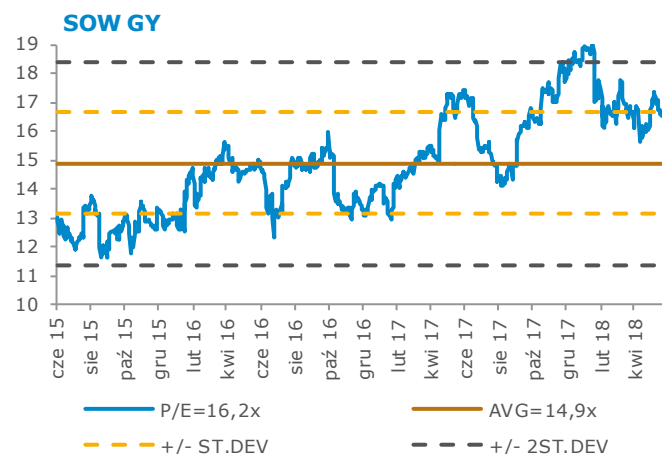
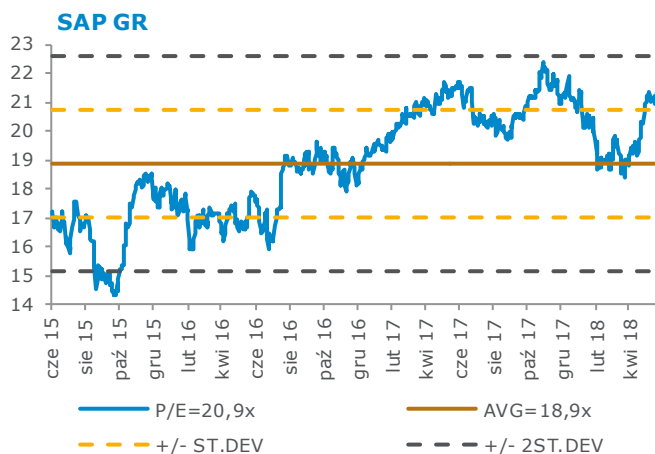
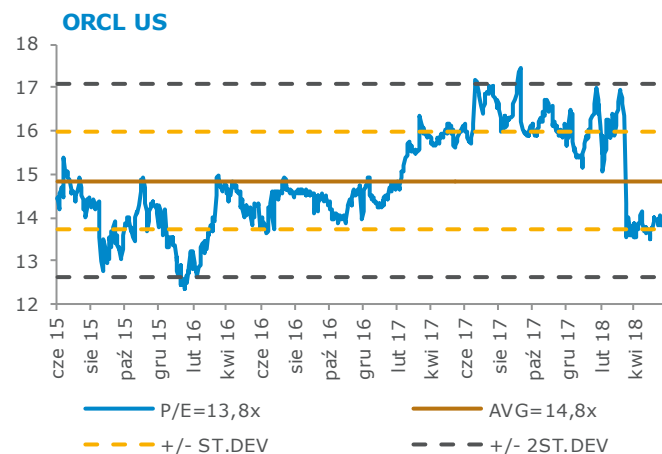
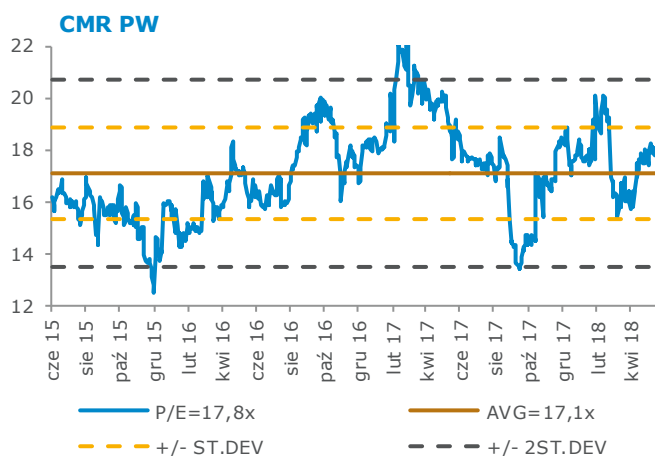
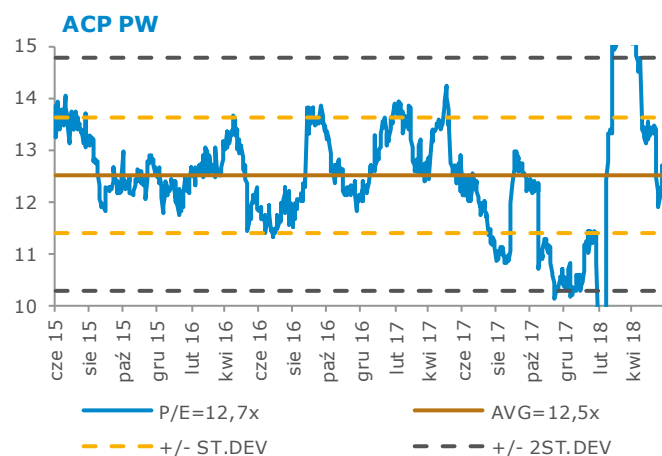


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Miesięczny performance spółek polskich

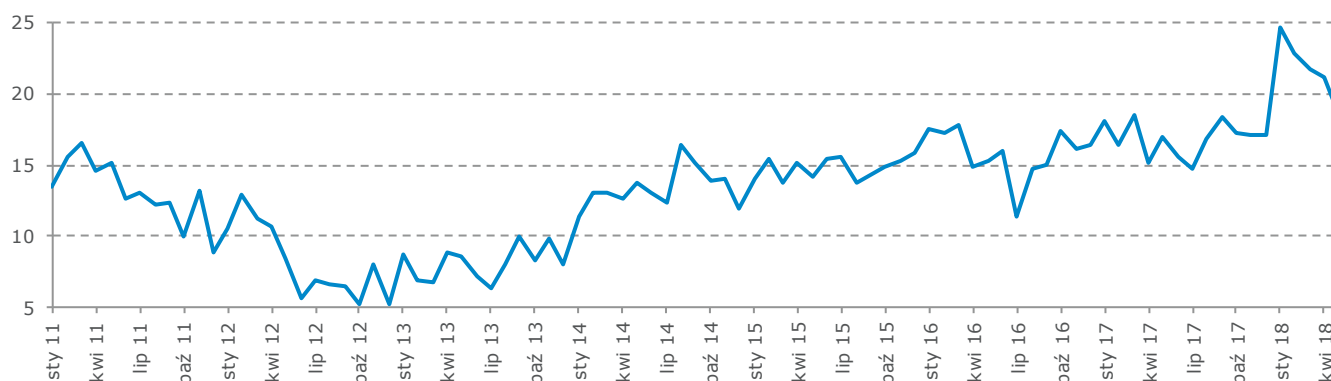


Wskaźnik P/E 12M fwd dla wybranych spółek polskich i zagranicznych

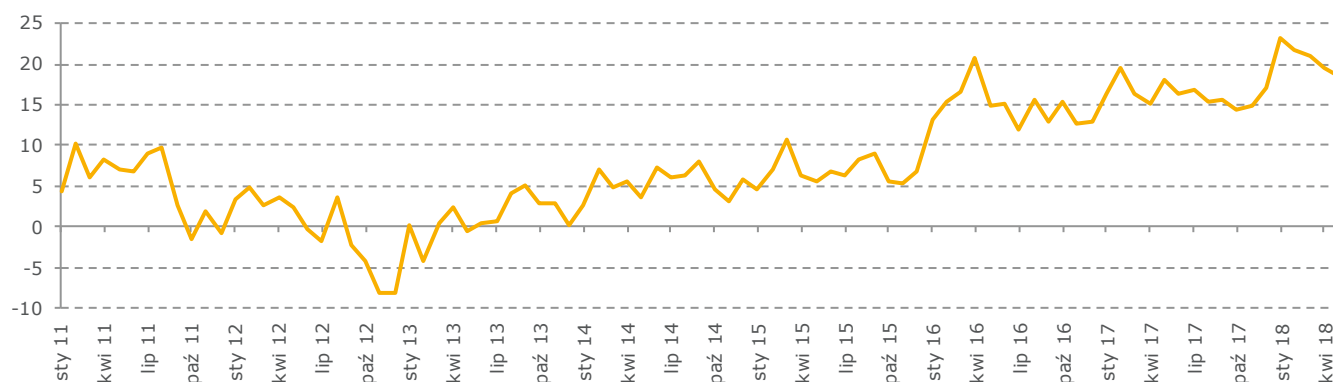


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

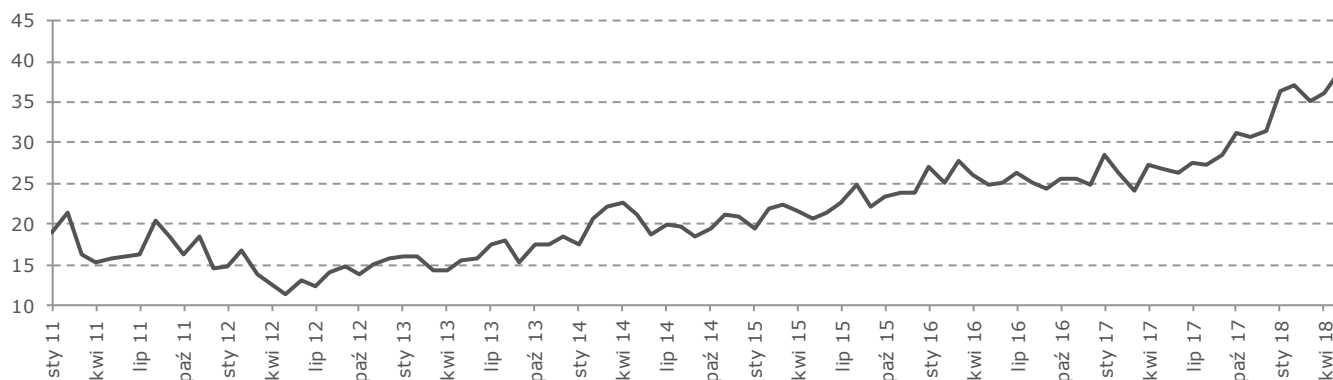
Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w sektorze IT (p. p.)



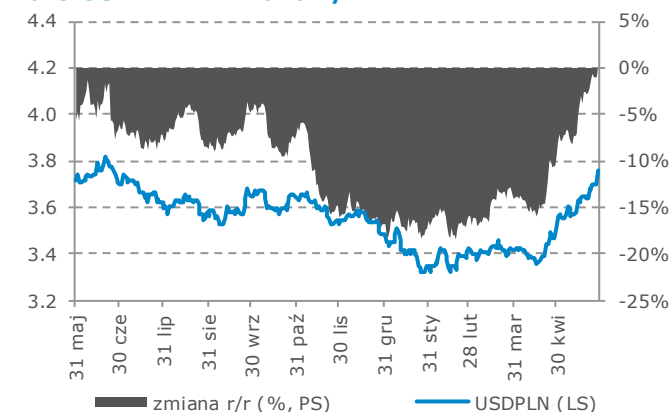
Przewidywane zatrudnienie w sektorze IT (p. p.)



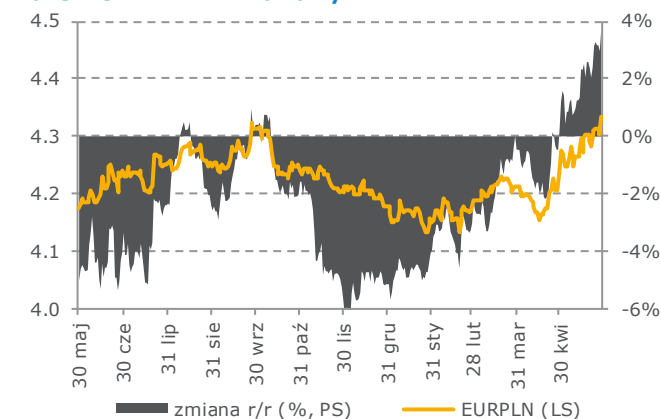
Bariery działalności - niedobór wykwalifikowanych pracowników w sektorze IT (p. p.)



Kurs USDPLN i zmiana r/r



Kurs EURPLN i zmiana r/r



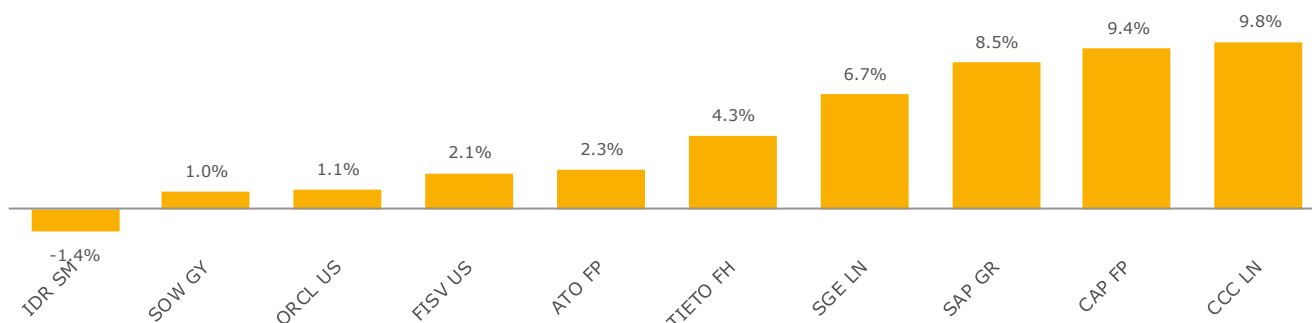
Źródło: GUS, Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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	113.80	+2.3%	13.1	12.1	11.5	7.3	6.8	6.5	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6	1.6%	1.8%	1.9%
Cappgemini	114.40	+9.4%	18.7	16.9	15.6	11.2	10.4	9.8	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.6%	1.7%	1.9%
Computacentr	13.48	+9.8%	19.2	18.2	17.3	10.2	9.6	9.1	0.3	0.3	0.3	3.8	3.6	3.5	2.1%	2.1%	2.2%
Fiserv	71.63	+2.1%	22.9	20.4	18.3	15.7	14.7	13.7	5.7	5.5	5.2	2.3	2.0	1.8	-	-	-
Indra Sistem	10.94	-1.4%	16.0	13.4	12.0	8.6	7.8	7.3	0.8	0.8	0.8	2.2	1.9	1.7	0.5%	1.6%	1.7%
Oracle	46.26	+1.1%	15.0	13.7	12.7	9.6	9.2	8.6	4.5	4.4	4.2	0.9	0.8	0.7	1.6%	1.6%	1.7%
Sage Group	6.63	+6.7%	20.0	18.5	16.9	14.0	13.4	12.1	4.2	3.9	3.7	1.6	1.5	1.4	2.5%	2.7%	2.9%
SAP	95.36	+8.5%	21.8	19.6	17.6	14.7	13.3	12.1	4.8	4.5	4.1	1.3	1.1	1.0	1.5%	1.7%	1.8%
Software AG	40.91	+1.0%	16.7	15.7	14.4	11.3	10.6	9.9	3.5	3.3	3.2	1.1	1.1	1.0	1.7%	1.8%	2.0%
Tieto	29.56	+4.3%	16.7	16.0	15.2	10.8	10.4	10.0	1.4	1.4	1.3	1.7	1.6	1.5	4.8%	5.0%	5.1%
Mediana			17.7	16.5	15.4	11.0	10.4	9.9	2.5	2.4	2.3	1.5	1.3	1.2	1.6%	1.8%	1.9%

Źródło: Bloomberg

Miesięczny performance spółek zagranicznych

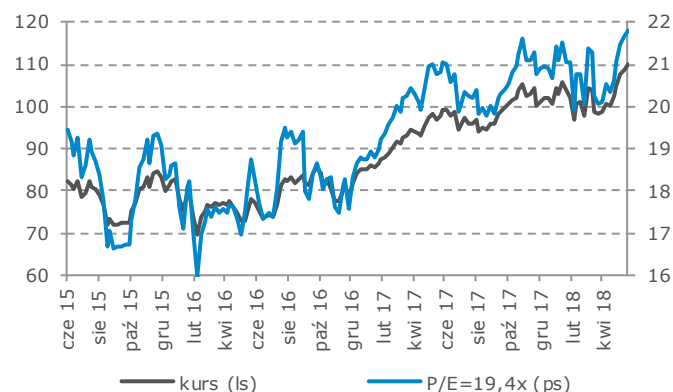


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

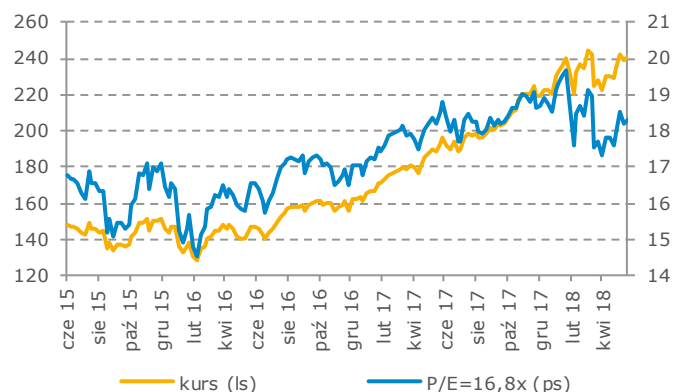
Wskaźnik P/E 12M fwd dla zagranicznych spółek IT



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

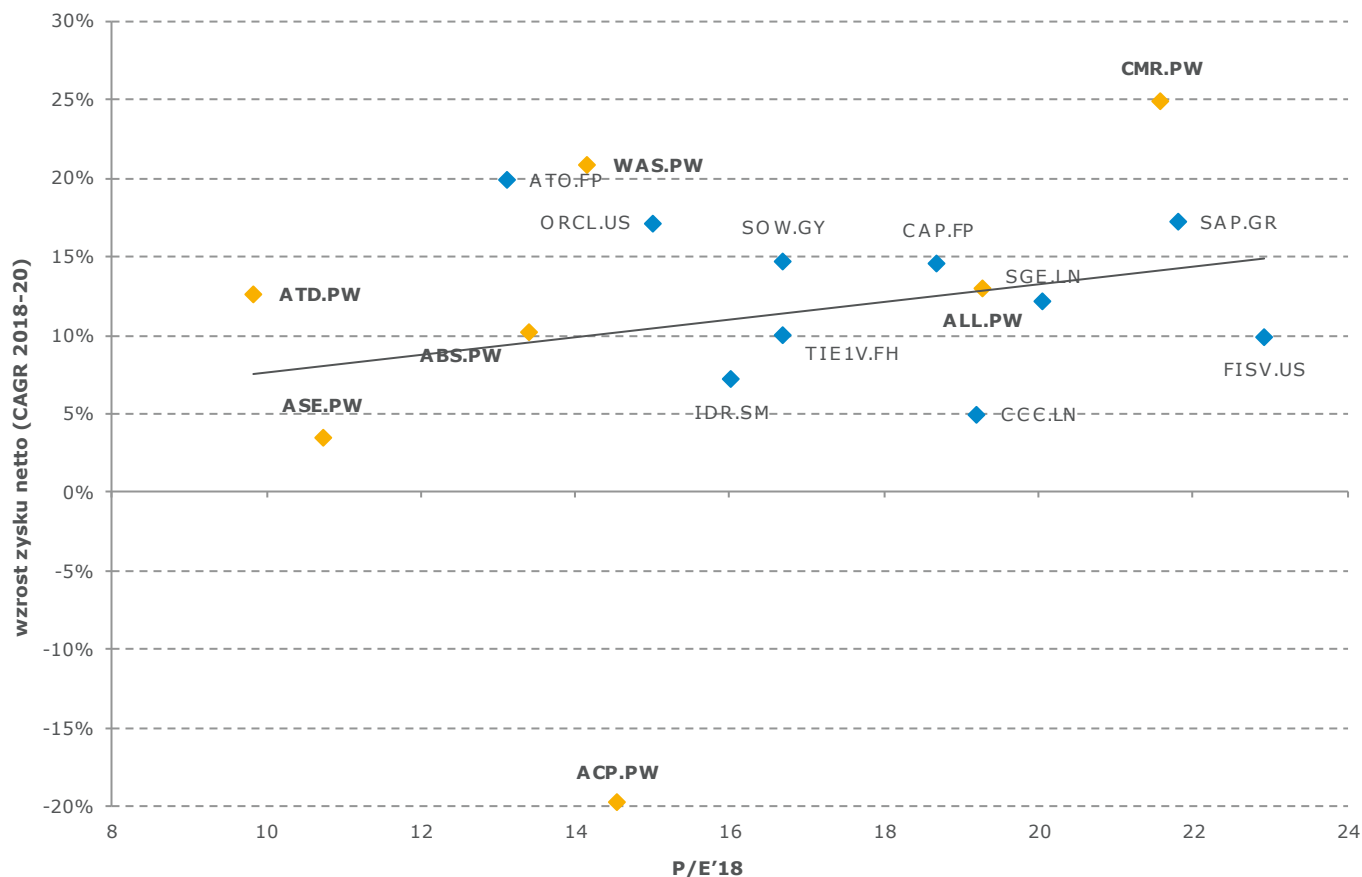


Indeks MSCI World IT na tle P/E 12M fwd

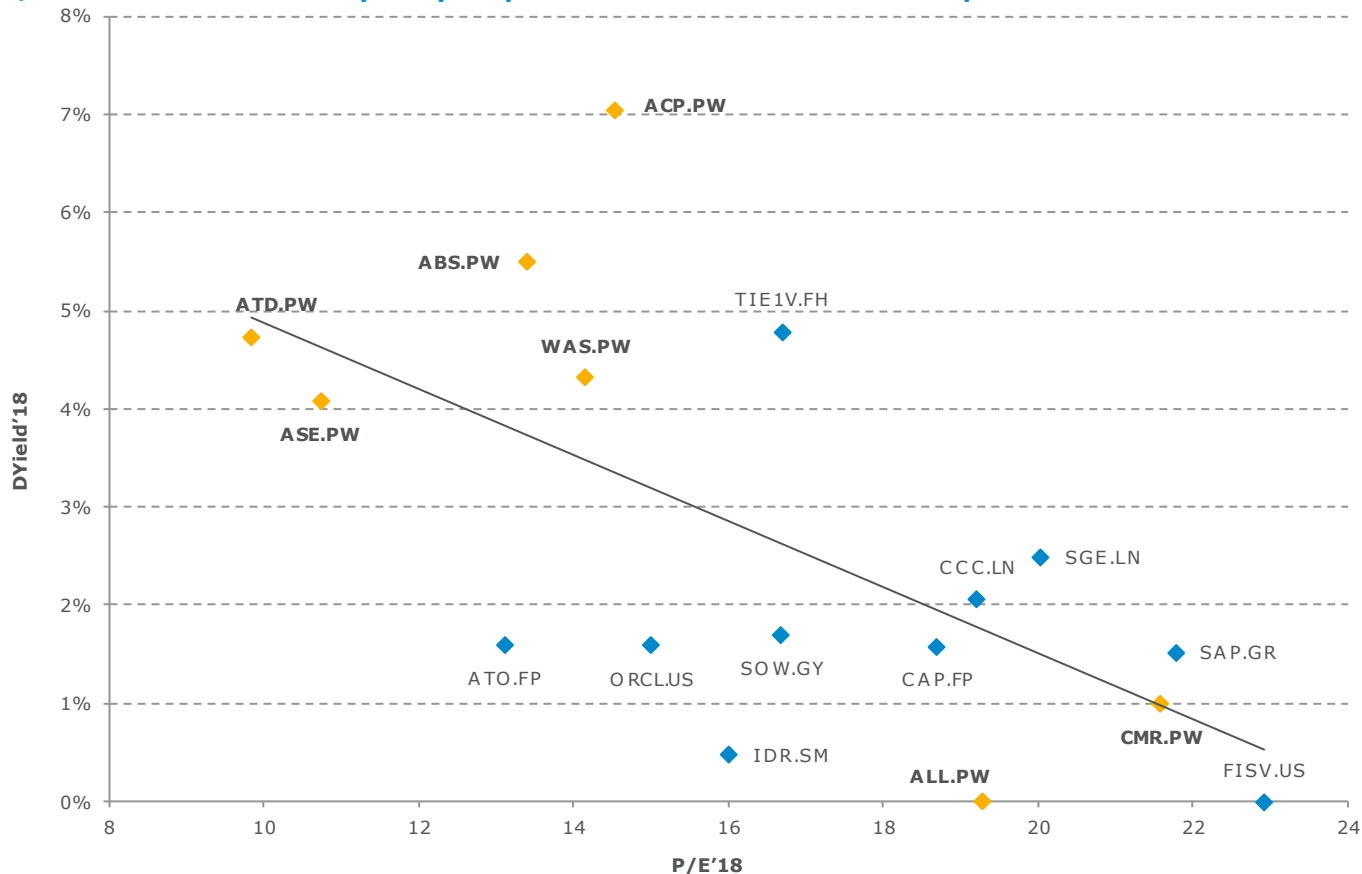


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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

PRZEWAGA (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 30 maja 2018 o godzinie 8:55.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 maja 2018 o godzinie 8:55.

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, PBKM, Pemug, Polimex-Mostostal, 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, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, 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, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energa, Energoaparatúra, 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, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Opono.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, PBKM, Robyg.

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
data wydania	2018-03-27	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20
cena docelowa (PLN)	41.20	44.00	44.80	44.80	44.00	44.80
kurs z dnia rekomendacji	45.20	45.62	44.47	47.00	44.54	47.23

Aiilleron

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	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-05-09	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	166.50	180.00	205.00	185.00	195.00	195.00	205.00
kurs z dnia rekomendacji	145.00	131.50	155.00	177.00	178.30	163.50	178.50	195.00	223.00

Wasko

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-05-30	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1.68	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.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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@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 86
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