

czwartek, 27 września 2018 | opracowanie cykliczne

Spółki IT: wrzesień 2018

Informatyka, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

- We wrześniu'18 **WIG Info spadł o 2,3%**, a od początku roku o **1,3%** (vs. **-2,0%** i **-6,7%** **WIG** odpowiednio). WIG Info był gorszy niż MSCI IT EU o >2 p.p., luka (obecnie ok. 20 p.p.) do notowań tego indeksu, która pojawiła się w połowie kwietnia'18 nie została wciąż zamknięta. **Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 14,9x i jest 3,2% poniżej historycznej średniej z 3 lat.**
- We wrześniu'18 istotny wzrost notowań kursu zanotował jedynie **CMR (+7,3%)** z 7 pokrywanych przez nas spółek IT, a największe spadki **ATD (-13,0%)** i **ALL (-14,1%)**.
- Końca dobiega sezon wyników za 2Q'18. Spośród sześciu spółek, które zaraportowały wyniki wszystkie oprócz **WAS** zanotowały wzrost zysków R/R, cztery spółki zaraportowały wyniki powyżej naszych oczekiwań. Poprawa wyników spółek IT powinna wspierać sentyment do sektora, stąd liczymy na **wzrost indeksu WIG Info w październiku**.
- Zgodnie z naszymi założeniami, **CMR** odnotował istotną poprawę wyników. Wynik EBITDA skorygowany o zd. jednorazowe był na poziomie ok. 62 mln PLN (vs. 10,1 mln PLN rok wcześniej). Częściowo to efekt zaksięgowania dużego kontraktu dla Ministerstwa Sprawiedliwości (**przewidywany wpływ także na 3Q'18**), ale także wyraźnego odbicia w segmentach SME, telekomunikacja, handel i usługi). Nasza prognoza EBITDA'18, tj. 144 mln PLN nie jest ambitnym zadaniem dla spółki. Podtrzymujemy pozytywne podejście.
- ACP** zaraportowało dobre wyniki za 2Q'18. Spółka matka wygenerowała blisko dwukrotnie większy wynik operacyjny R/R dzięki poprawie w bankowości (dodatkowe zamówienia od Deutsche Bank, zmiany regulacyjne dot. RODO i split payment) oraz w administracji publicznej (dodatkowe zamówienia poza umową ramową z ZUS, odbicie w sektorze zdrowia). We wrześniowym raporcie miesięcznym podwyższyliśmy założenia wyniku netto grupy na 282 mln PLN (**P/E'18 = 13,7x**). Liczymy na dalsze wzrosty kursu **ACP**.
- Dość niską dynamikę wyników (+5,6% na linii EBITDA, +0,5% na zysku netto) wykazuje **ASE**. Jednakże takie wyniki powinny być interpretowane pozytywnie, biorąc pod uwagę problemy po rozwiązaniu umowy z Nova Kreditna Banka Maribor (ASE efektywnie alokowała zasoby) oraz przestój na rynku tureckim (związany z kwestiami politycznymi).
- Wyniki **ATD** za 2Q'18 nas rozczarowały. Spadki widoczne były zwłaszcza na spółkach córkach, które do tej pory stanowiły motor wzrostu całej grupy. Niemniej jednak, podtrzymujemy pozytywne podejście do **ATD**. Na konferencji wynikowej Zarząd dał pozytywny przekaz dot. reszty roku. CEO spółki jest pewny i spokojny o **odbicie w 2H'18 i wzrost wyników w całym roku R/R**. Poziom zakontraktowania na 2019 r. jest wysoki, stąd grupa liczy na poprawę zysków także w kolejnym roku i podkreśla nastawienie na wypłatę dywidendy (obecnie **DivYield'19 = 9%**). Stąd, wycena na **P/E'18 = 7,5x** jest atrakcyjna.
- NAJCIĘKAWSZE PROPOZYCJE – PRZEWAŻENIE:** ACP, ASE, ATD, CMR

Zmiana kursu M/M* i YTD

Polska	M/M	YTD
Comarch	+7,3%	-11%
Asseco SEE	+0,9%	-10%
Asseco PL	+0,4%	+13%
Asseco BS	-5,1%	-5%
Wasko	-7,1%	-33%
Atende	-13,0%	-17%
Ailleron	-14,1%	-28%
WIG INFO	-2,3%	-1%
WIG	-2,0%	-7%
Zagranica	M/M	YTD
Oracle	+6,7%	+9%
Atos	+3,7%	-10%
SAP	+3,5%	+17%
Fiserv	+2,6%	+25%
Capgemini	-0,3%	+15%
Tieto	-3,7%	+9%
Indra Sistem	-8,0%	-14%
Computacentr	-8,6%	+13%
Software AG	-8,9%	-14%
Sage Group	-9,4%	-26%
IT Europe**	-2,3%	+10%
IT World**	-0,9%	+17%
Indeksy	M/M	YTD
MSCI EU	+0,0%	-1%
EU Akcje	+0,8%	-3%

*zmiana w okresie 30.08-26.09

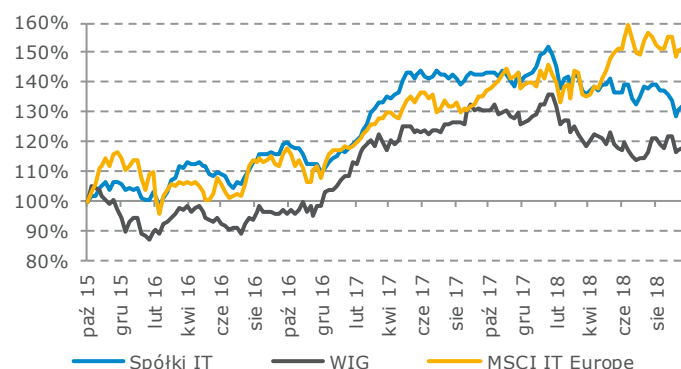
**indeksy MSCI IT EU oraz World

Wyniki w 2Q'18 poszczególnych spółek w porównaniu do prognoz Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	ABS	vs mDM	ACP	vs mDM	ASE	vs mDM	ATD	vs mDM	CMR	vs mDM	WAS	vs mDM
Przychody	63,6	+6,0%	2310,9	+6,5%	158,7	-0,8%	57,5	+0,5%	332,00	+1,4%	63,9	+14,2%
EBITDA	22,6	+7,3%	316,3	+11,7%	29,2	+3,2%	1,8	-37,3%	54,7	+27,4%	2,8	-57,3%
EBIT	17,9	+8,7%	203,8	+19,8%	17,8	+1,5%	0,0	-	34,4	-36,9%	-0,7	-
Zysk netto	14,5	+8,5%	88,4	+25,2%	15,5	+10,7%	-1,0	-	10,5	-21,3%	0,0	-

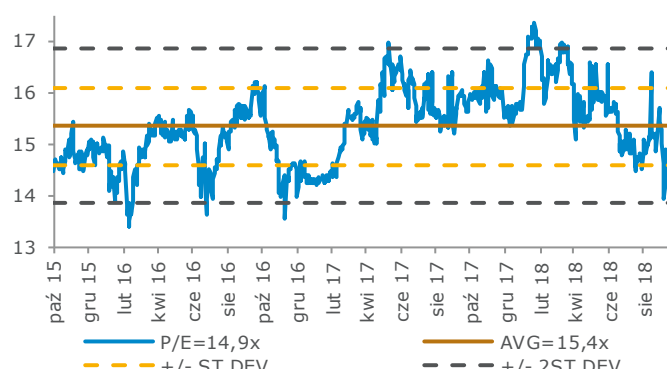
Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku

Indeks cenowy spółek IT vs. WIG i MSCI IT Europe



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT



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

PRZEWAGAŻENIE (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 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.

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, 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, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PZU, Solar Company, 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, Amica, 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, Energia, 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, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyng, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Syginty, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibet, Uniwhells, Work Service, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu w transakcjach na akcjach: Asseco SEE, Cognor Holding, LC Corp, PBKM.

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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

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	akumuluj	trzymaj	redukuj	redukuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-09-03	2018-06-06	2018-03-27	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03
cena docelowa (PLN)	49,00	41,20	41,20	44,00	44,80	44,80
kurs z dnia rekomendacji	45,90	44,00	45,20	45,62	44,47	47,00

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
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-27	2017-11-03	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	166,50	166,50	166,50	180,00	205,00	185,00	195,00
kurs z dnia rekomendacji	145,00	131,50	155,00	177,00	178,30	163,50	178,50

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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