

wtorek, 30 kwietnia 2019 | opracowanie cykliczne

## Spółki IT: kwiecień 2019

### Informatyka, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

- W kwietniu'19 notowania **WIG Info** wzrosły o **4,7%**. Tym samym indeks spółek IT był **lepszy od szerokiego rynku** (vs. +1,9% WIG). WIG Info był gorszy od MSCI IT EU o 5,1 p.p. **Mediana P/E 12M fwd** dla spółek IT wynosi obecnie **14,2x** i jest **6,3% poniżej historycznej średniej z 3 lat**.
- Nasz faworyt wśród spółek IT, tj. **ASE** zachowywało się bardzo dobrze na tle szerokiego rynku w kwietniu'19 (wzrost o **+10,6p.p. vs. WIG**). Dwie spółki, które obecnie przeważamy, tj. **ASE** i **CMR** wzrosły od początku roku o odpowiednio 37% i 25% (istotnie lepiej niż szeroki indeks). Z kolei **ALL**, który niedoważamy, zanotował **>20% spadku (22,6 p.p. poniżej WIG)**.
- Zbliża się sezon wyników za 1Q'19. **Mediana wzrostu wyniku EBITDA dla pokrywanych przez nas spółek powinna wynieść ok. 21%** (w tym miejscu zwracamy uwagę, że częściowo to efekt IFRS16). Pięć spośród sześciu spółek odnotuje naszym zdaniem wzrost EBITDA. Jedynie **ALL** wykaże spadek wyników (z/w na wzrost kosztów w segmencie Fintech). Pomimo tego mamy **neutralne nastawienie do sektora i zalecamy selektywne podejście** do spółek IT. Największym ryzykiem dla spółek pozostaje, jak w poprzednich miesiącach, **presja na wynagrodzenia pracowników**. Niektóre spółki wskazują na trudności z budową przychodów, co budzi pytania o wzrosty wyników w długim okresie. Wiąże się to częściowo z ciągłym przestojem w zamówieniach IT z sektora publicznego oraz presją na ceny w sektorze prywatnym.
- CMR** powinien wykazać wysokie obroty za 1Q'19 na poziomie 310 mln PLN, tj. 14,0% więcej r/r (wzrost zauważalny zwłaszcza w TMT). Zakładając nieznaczny wzrost marży brutto na sprzedaży, tj. do poziomu 21,8% vs. 20,8% rok wcześniej oraz wzrost kosztów SG&A. EBITDA w IFRS15=31,2 mln PLN, 35,2 mln PLN w IFRS16. Po korekcie wyników o pozostałą dział. operacyjną (zysk z transferu K. Piątka do AC Milan w 1Q'19 (**wzrost EBITDA wyniesie >25%**), **co powinno wzmocnić sentyment do spółki**. Podtrzymujemy pozytywne podejście do **CMR**. Spółka jest notowana obecnie na atrakcyjnym poziomie **EV/EBITDA'19 = 6,9x**.
- Pomimo wzrostów **ASE (>21% w ciągu ostatnich 3 miesięcy)**, podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do spółki. ASE przedstawi rekordowe wyniki za 1Q'19. Spółka poinformowała o szacunkach wyników: EBITDA w 1Q'19 wyniesie 35,4 mln PLN (=48% R/R), zysk netto 17,7 mln PLN (+58% R/R). Po oczyszczeniu o efekt konsolidacji Necomplis i o pozytywny wpływ IFRS16 EBITDA (w IFRS15) powinna wynieść ok. 30,0 mln PLN, co oznacza **istotny wzrost R/R aż o >25%**. Podmiot jest wyceniany na atrakcyjnych wskaźnikach: **EV/EBITDA'19 = 4,6x** oraz **P/E'19 = 11,5x**, z wyraźnym dyskontem do polskich IT.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE**  
**PRZEWAŻENIE: ASE, CMR; NIEDOWAŻENIE: ALL**

### Zmiana kursu M/M\* i YTD

Polska	M/M	YTD
Asseco SEE	+12,5%	+37%
Asseco PL	+4,8%	+17%
Comarch	+3,8%	+25%
Asseco BS	-0,3%	+5%
Atende	-1,8%	-3%
Ailleron	-20,7%	-25%
WIG INFO	+4,7%	+17%
WIG	+1,9%	+6%
Zagranica	M/M	YTD
SAP	+13,2%	+32%
Computacentr	+12,3%	+19%
Atos	+10,6%	+30%
Software AG	+10,4%	+4%
Indra Sistem	+8,5%	+27%
Oracle	+4,0%	+23%
Sage Group	+3,7%	+23%
Cargemini	+3,0%	+27%
Fiserv	-3,1%	+16%
Tieto	-3,2%	+16%
IT Europe**	+9,8%	+25%
IT World**	+7,1%	+26%
Indeksy	M/M	YTD
MSCI EU	+3,8%	+16%
EU Akcje	+3,1%	+13%

\*zmiana w okresie 28.03-29.04

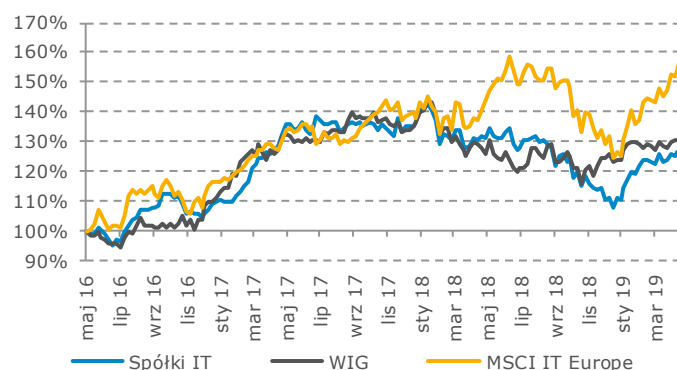
\*\*indeksy MSCI IT EU oraz World

### Prognozy wyników spółek IT na 1Q'19

(mln PLN)	ALL	r/r	ABS*	r/r	ACP	r/r	ASE	r/r	ATD	r/r	CMR	r/r
Przychody	28,9	+37,2%	63,9	+3,5%	2301,6	+7,1%	199,8	+44,2%	66,1	+15,7%	310,1	+14,0%
EBITDA	2,2	-6,9%	25,0	+11,3%	340,7	+19,7%	35,4	+48,1%	2,4	+23,1%	35,2	+110%
EBIT	0,3	-	18,9	+5,5%	183,7	+9,8%	20,6	+57,3%	0,5	-	14,7	-
Zysk netto	0,1	-	15,4	+4,8%	72,0	+4,5%	17,7	+58,5%	0,4	-	8,8	-

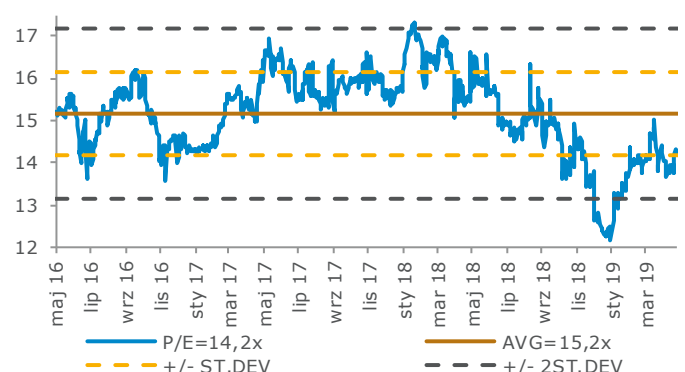
Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku, \* wyniki zaraportowane

### 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 przeciagu ostatniego miesiąca

**PRZWAŻENIE (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 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 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGZ BNP Paribas, Boryszew, Santander Bank Polska, Capital Park, CD Projekt, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Opono.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplup, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, TIM, Trakcja, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE, PEKABEX.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: Centrum Nowoczesnych Technologii, Orbis, Polenergia, Prime Car Management.

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](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	przeważaj
data wydania	2019-03-29	2019-02-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	29,50	26,60

**Asseco PL**

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-09-03	2018-06-06
cena docelowa (PLN)	53,00	51,20	49,60	49,00	41,20
kurs z dnia rekomendacji	54,30	48,00	48,30	45,90	44,00

**Ailleron**

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2019-01-31
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	11,75

**Asseco SEE**

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-04-11	2018-04-26
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	14,20	11,70

**Atende**

rekomendacja	równoważ
data wydania	2019-01-31
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,40

**Comarch**

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-04-17	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01	2018-05-09	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	230,00	195,00	160,80	173,30	180,50	166,50	166,50
kurs z dnia rekomendacji	181,00	162,50	155,00	160,00	167,00	145,00	131,50

**Wasko**

rekomendacja	zawieszona	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-05-30
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,27	1,68

## 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](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

**Aleksandra Szklarczyk**  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Poniatowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
finanse

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)