

czwartek, 30 maja 2019 | opracowanie cykliczne

Spółki IT: maj 2019

Informatyka, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

Spółki IT (pozycjonowanie sektora: przeważaj)

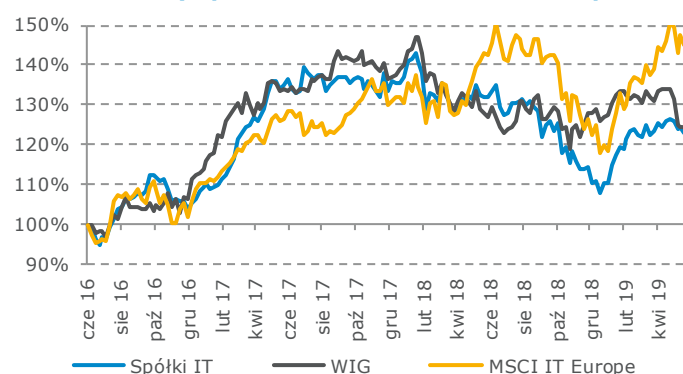
- W maju'19 notowania **WIG Info wzrosły o 0,8%**. Tym samym indeks spółek IT był **lepszy od szerokiego rynku** (vs. +7,4% WIG). WIG Info był także lepszy od MSCI IT EU o 7,0 p.p. **Mediana P/E 12M fwd** dla spółek IT wynosi obecnie **13,4x** i jest **12,6% poniżej historycznej średniej z 3 lat**.
- Nasz faworyt wśród spółek IT, tj. **CMR** zachowywał się bardzo dobrze na tle szerokiego rynku w maju'19 (wzrost o **+9,5 p.p. vs. WIG**). Z kolei nasz wybór wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji, tj. **ASE** odnotowało spadek o **5,1%** w ciągu ostatniego miesiąca (jednak wzrost od początku roku o **>30%**). Naszym zdaniem spadek notowań **ASE** w maju'19 to przejściowa korekta kursu. Zalecamy wykorzystanie okazji do kupowania **ASE**.
- Sezon wyników za 1Q'19 dobiega końca. Zaraportowało 5 z 6 pokrywanych przez nas spółek. **Mediana wzrostu wyniku EBITDA** dla pięciu spółek wyniosła **>50%**. W tym miejscu zwracamy uwagę, że częściowo to efekt IFRS16, jednak na linii netto także widoczne są istotne wzrosty wyników (>67%), a mediana wskaźnika P/E wynosi 12,8x. Stąd, **podwyższamy podejście do sektora do pozytywnego**. 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. Jednak z drugiej strony, zarządy spółek wydają się bardziej pewne przychodów z kontraktacji publicznej (zwłaszcza w zakresie mniejszych kontraktów) vs. kwartał temu.
- CMR** zaraportował zestaw **bardzo dobrych wyników za 1Q'19**. Wzrost zysku EBITDA z pominięciem pozostałej działalności operacyjnej (duża ilość zd. jednorazowych zarówno w 1Q'19, jak i w 1Q'18) oraz pozytywnego wpływu wprowadzenia IFRS16 od początku roku szacujemy na **>70%**. Ten imponujący wynik utwierdza nas w przekonaniu, że konsensus rynkowy dla spółki (212 mln PLN na linii EBITDA) jest zbyt niski. Nasza prognoza to 242 mln PLN w IFRS16 i 226 mln PLN bez wpływu nowego standardu (w MSR17). Spółka jest notowana obecnie na atrakcyjnym poziomie **EV/EBITDA'19 = 7,1x**. CMR jest naszym zdaniem bardziej atrakcyjnym wyborem niż ACP.
- Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do **ASE**. Spółka przedstawiła zestaw rekordowych danych finansowych. Zysk EBITDA z pominięciem wprowadzenia standardu IFRS16 oraz konsolidacji przejętej w 2018 r. od spółki matki Necomplus z Hiszpanii wynosi ok. 7,3 EUR i jest **27% wyższy R/R**. Nasze całoroczne prognozy dla spółki wydają się wysoce prawdopodobne do realizacji. Podmiot jest wyceniany na atrakcyjnych wskaźnikach: **EV/EBITDA'19 = 4,4x** oraz **P/E'19 = 10,9x**, z wyraźnym dyskontem do polskich spółek IT.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE**
PRZEWAŻENIE: ASE, CMR; **NIEDOWAŻENIE:** ALL

Wyniki spółek IT za 1Q'19

(mln PLN)	ALL*	r/r	ABS	vs prog.	ACP	vs prog.	ASE	vs prog.	ATD*	vs prog.	CMR	vs prog.
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	-

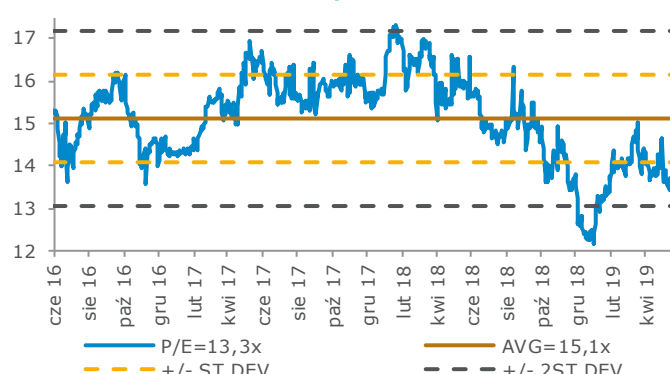
Źródło: spółki, Dom Maklerski mBanku; * prognoza

Indeks cenowy spółek IT vs. WIG i MSCI IT Europe



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT



Zmiana kursu M/M* i YTD

Polska	M/M	YTD
Asseco PL	+3,3%	+22%
Asseco BS	+3,2%	+9%
Comarch	+2,9%	+29%
Asseco SEE	-5,1%	+30%
Ailleron	-6,3%	-30%
Atende	-7,2%	-10%
WIG INFO	+0,8%	+18%
WIG	-6,6%	-1%
Zagranica	M/M	YTD
Computacentr	+7,9%	+29%
Sage Group	+3,3%	+25%
Fiserv	+2,1%	+18%
Atos	+0,8%	+32%
SAP	-2,1%	+30%
Tieto	-5,7%	+10%
Oracle	-6,2%	+15%
Software AG	-8,2%	-4%
Capgemini	-8,7%	+16%
Indra Sistem	-9,4%	+15%
IT Europe**	-6,2%	+18%
IT World**	-7,5%	+17%
Indeksy	M/M	YTD
MSCI EU	-5,3%	+9%
EU Akcje	-5,6%	+7%

*zmiana w okresie 29.04-29.05

**indeksy MSCI IT EU oraz World

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

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 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.

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, Famur, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, 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: 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 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.

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	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
data wydania	2019-04-11
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	14,20

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

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 Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@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 Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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

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

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