

piątek, 7 sierpnia 2020 | komentarz specjalny

## Asseco SEE – Wysokie wzrosty wyników w całym 2020 r.

Pozycjonowanie: przeważaj | cena bieżąca: 43,70 PLN

**ASE PW; ASE.WA | Informatyka, Polska**

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

**Notowania Asseco South Eastern Europe wzrosły w ciągu ostatnich 3M o 40%, a w ciągu ostatniego roku o 147%, wyraźnie wyprzedzając szeroki rynek. Pomimo tego spółka pozostaje naszym faworytem wśród polskich spółek IT. Wyniki za 2Q'20 uodowodniły, że Asseco SEE jest odporne na COVID-19, wręcz w czasach pandemii spółka ma możliwość lepszej użycia swoich zasobów i nieznaczącej optymalizacji kosztów, co przełożyło się na wyraźną poprawę rentowności w każdym z segmentów grupy. W sumie marża brutto na sprzedaży poprawiła się R/R o 2,5 p.p. do poziomu 27,2%. Grupa podała także informację o portfelu zamówień na 2020 rok (+19% na przychodach), co implikuje dobry outlook na 2H'20. Biorąc pod uwagę powyższe kwestie, podnosimy nasze prognozy finansowe wyników dla spółki. Sądymy, że Asseco SEE w latach 2020-21 osiągnie 219,4 mln PLN i 242,3 mln PLN wyniku EBITDA oraz 115,4 mln PLN i 131,3 mln PLN zysku netto. Tym samym nasza prognoza jest wyższa od konsensusu rynkowego o 10,1%/11,0% na linii EBITDA i 15,8%/13,8% na linii netto. Na naszych nowych prognozach Asseco SEE jest notowane na atrakcyjnych wskaźnikach EV/EBITDA'20 oraz P/E'20 odpowiednio 9,9x i 19,6x. Po korekcie wskaźnika P/E'20 o gotówkę netto (bez leasingów) otrzymujemy wartość 18,3x. Wyższy poziom wskaźników od mediany polskich IT jest naszym zdaniem uzasadniony patrząc na potężny organiczny wzrost wyników spółki. Podtrzymujemy pozytywne podejście do Asseco SEE.**

### Wyniki za 2Q'20

Wyniki Asseco SEE za 2Q'20 były istotnie lepsze R/R (wzrost o >40% na linii EBITDA i >50% na linii netto!). Wyniki były lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Przychody za 2Q'20 w EUR wyniosły 52 mln, po wzroście o 5,7 mln (+12% R/R), a wartość EBITDA wyniosła 12,3 mln EUR, co oznacza wzrost o ponad 36% R/R. Na wyniki korzystny wpływ miał układ walut.

### Wyniki Asseco SEE w 2Q'20

(mln PLN)	Q2'20	Q2'19	zmiana
Przychody	233,4	198,2	17,8%
EBITDA	55,2	38,7	42,8%
marża	23,7%	19,5%	-
EBIT	35,7	22,6	58,0%
Zysk netto	27,5	18,2	50,9%

Źródło: Asseco SEE

Wpływ konsolidacji nowo nabytych spółek to ok. 0,7 mln EUR na linii EBITDA, co oznacza, że bez wpływu f/x wzrost organiczny można szacować na ok. 29%. Spółce udało się zwiększyć sprzedaż przy jednoczesnej poprawie rentowności EBITDA we wszystkich segmentach operacyjnych ASEE. Najlepiej wypadł segment płatności. Przychody segmentu w drugim kwartale 2020 roku wyniosły 25,4 mln EUR, co oznacza wzrost o 5,7 mln EUR (+29% R/R), jednak ponad połowa wzrostu była spowodowana konsolidacją przejętych spółek. W podziale na podsegmenty: w największym stopniu do wzrostu przychodów przyczyniło się utrzymanie i sprzedaż bankomatów, które wygenerowała o 2,5 mln EUR więcej

przychodów R/R. Na konferencji po 2Q'20 Zarząd wskazywał, że w odpowiedzi na ograniczenia wynikające z pandemii, banki starają się zwiększać funkcjonalność sieci bankomatów i przenieść do tego kanału część usług tradycyjnie oferowanych przez oddziały banków. Stąd pojawia się dodatkowy popyt na nowsze modele bankomatów oraz oprogramowanie umożliwiające zarządzanie dodatkowymi funkcjonalnościami. Duży wzrost przychodów (o 2,5 mln EUR R/R) odnotowała linia POS (w dużej mierze przez akwizycje). W 2Q'20 wzrosły też obroty eCommerce (o 0,9 mln EUR R/R), ale nieznacznie spadła wartość przychodów z przetwarzania transakcji płatniczych.

### Przychody w segmencie płatności Asseco SEE w 2Q'20

(mln EUR)	Q2'20	Q2'19	zmiana
eCommerce	3,4	2,5	+36,0%
Processing	0,7	0,8	-12,5%
ATM	7,3	4,9	+49,0%
POS	14,0	11,5	+21,7%
RAZEM	25,4	19,7	+28,9%

Źródło: Asseco SEE

Segment bankowy osiągnął w 2Q'20 sprzedaż rzędu 11,1 mln EUR (+3% R/R). W 2Q'20 spółka zaobserwowała wzmożony popyt na rozwiązania mobilne. Istotna poprawa rentowności i wyników to, wg Zarządu, efekt lepszej użycia zespołu. Segment rozwiązań dedykowanych w 2Q'20 zanotował spadek obrotów w EUR o 2% (z/w na ograniczenie skali działalności BPO w Hiszpanii oraz likwidację tych usług w Portugalii), jednak podobnie jak w segmencie bankowości zanotowano tutaj istotną poprawę rentowności wyniku.

Marża brutto ze sprzedaży w Asseco SEE była na poziomie 27,2% (+2,5 p.p. R/R), koszty SG&A wyniosły 28,2 mln PLN (vs. 26,6 mln PLN rok wcześniej). Koszty finansowe były na poziomie 1,8 mln PLN netto, a efektywna stopa podatku wyniosła 18,8%. Po 1H'20 Asseco SEE wygenerowała 55,5 mln PLN środków pieniężnych z działalności operacyjnej (vs. 19,4 mln PLN rok wcześniej), a CAPEX był istotnie niższy R/R (18,2 mln PLN w 1H'20 vs. 40,0 mln PLN w 1H'19), co wynika z zamrożenia wydatków w związku z niepewnością wynikającą z COVID-19, a także problemów technicznych (efekt lock-down).

Podsumowując, wyniki Asseco SEE za 2Q'20 wyglądają bardzo dobrze. Wzrost pochodzi głównie z części organicznej i jest imponujący. Wszystkie segmenty wypadły dość dobrze w 2Q'20, co należy czytać pozytywnie biorąc pod uwagę że odczyty dotyczą 2Q'20.

### Prognozy wyników finansowych na kolejne lata

Spółka podała portfel zamówień na 3Q'20 oraz na 2020 r. Portfel zamówień Asseco SEE na 2020 rok ma wartość 138,3 mln EUR (+15% R/R). Spółka podaje wartość portfela zamówień liczoną według tzw. pierwszej marży, czyli wyniku bez kosztów podwykonawstwa. Portfel zamówień w zakresie przychodów wynosi 201,2 mln EUR (+19 R/R). Portfel zamówień (na pierwszej marży) na trzeci kwartał jest o 14% wyższy R/R i wynosi 35,6 mln EUR. Dynamika portfela w obszarze płatności za 3Q'20 wynosi 2% R/R na przychodach i 10% R/R na marży pierwszej. Spółka skomentowała gorszą niż historycznie dynamikę przesunięciami pomiędzy kwartałami. Zarząd Asseco SEE spodziewa się kontynuacji dość wysokiego wzrostu przychodów.

**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  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**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  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**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 Biura 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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 obiektywności na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 7 sierpnia 2020 o godzinie 08:27. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 7 sierpnia 2020 o godzinie 08:27.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Spółka z grupy kapitałowej - Asseco Poland. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, 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 Biura 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 Biurze 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 Biurze maklerskim 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 spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**
**Asseco SEE**

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-05-05	2020-02-28	2019-12-05	2019-10-10
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	31,40	28,80	25,60	19,40

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

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

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

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

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

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

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

### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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