

piątek, 28 lutego 2020 | opracowanie cykliczne

Spółki IT: luty 2020

Informatyka, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

Spółki IT (pozycjonowanie sektora: równoważ)

- W lutym **WIG Info wzrósł o 0,8%**. Tym samym indeks spółek IT był wyraźnie lepszy od szerokiego rynku (11,3 p.p. vs. WIG!). WIG Info był także lepszy od MSCI IT EU (różnica rzędu 7,0 p.p.). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 14,5x i jest 2,6% poniżej historycznej średniej z 3 lat. W lutym wzrost odnotowali nasi faworyci: **ASE** i **ABS** (odpowiednio **+16,1%** i **+9,8%** w ciągu miesiąca, tj. +26,6p.p. i 20,3p.p.).
- Trwa sezon wyników za 4Q'19. Dotychczas wyniki zaraportowały trzy spośród sześciu monitorowanych przez nas spółek: **ASE**, **ABS** i **ALL**. Dwie pierwsze zaskoczyły nas pozytywnie, z kolei **ALL** nas rozczarował. Zalecamy selektywne podejście do spółek, utrzymujemy nasze **neutralne nastawienie** do sektora.
- Wyniki **ABS** za 4Q'19 były znacznie powyżej naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Widoczna jest poprawa na rynku polskim: sprzedaż wyniosła 74,8 mln PLN (+20,4% R/R). Dodatkowo, efektywna stawka podatkowa była niska (tylko 11,5% vs. 17,6% założenia). **ABS** wygenerowało w całym 2019 r. wysoki CFO, równy = 105,4 mln PLN, tj. +32% R/R. Wskaźnik konwersji CFO/EBITDA jest na poziomie 94%. Podtrzymujemy nasze **pozytywne podejście** do spółki.
- Pomimo że od wydania naszego komentarza specjalnego w lis'18 notowania **ASE poszybowały o >145%!**, dalej **wierzimy w potencjał do wzrostów**. Sądzymy, że ASE w roku 2020 osiągnie 206,3 mln PLN wyniku EBITDA oraz 105,4 mln PLN zysku netto. Tym samym nasza prognoza jest **wyższa od konsensusu** rynkowego o odpowiednio 12,2%/12,0%. Spółka jest notowana na atrakcyjnych wskaźnikach EV/EBITDA'20 oraz P/E'19 odpowiednio 6,9x i 14,2x. Po korekcie wskaźnika P/E'20 o gotówkę netto (bez leasingów) otrzymujemy wartości **12,9x**. Niski poziom wskaźnika jest nieuzasadniony biorąc pod uwagę oczekiwany ponad 17% organiczny wzrost R/R wyniku EBITDA w '20.
- ALL** rozczarował wynikami za 4Q'19. Spółka wykazała stratę netto = 3,0 mln PLN, (vs. 2,8 mln PLN zysku założenia). Głównym elementem zaskoczenia były koszty sprzedaży. Wcześniej zakładaliśmy, że spółka w słabym roku powstrzyma się od wypłacania premii. Po rozmowie z Zarządem, korygujemy naszą prognozę EBIT do 10,0 mln PLN (-11% w dół). Na 2020 r. zakładamy, że (1) spółka zwiększy o 10% wyniki segmentu Enterprise Services, (2) zmniejszy o połowę stratę w obszarze Fintech do 4,3 mln PLN oraz zanotuje niewielką stratę na pozostałej działalności. Podmiot jest obecnie notowany na **P/E'20 = 10,8x**. Wskaźnik jest poniżej mediany dla spółek porównawczych. Jednak sądzymy, że dobry sentyment do spółki powróci dopiero kiedy **ALL** uwiarygodni powrót do zysków dobrymi wynikami finansowymi za 1Q'20. Obecnie mamy neutralne nastawienie do spółki.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE**
PRZEWAŻENIE: ABS, ASE, CMR

Zmiana kursu M/M* i YTD

Polska	M/M	YTD
Asseco SEE	+16,1%	+16%
Asseco BS	+9,8%	+26%
Asseco PL	+0,5%	+2%
Comarch	-5,3%	+5%
Atende	-11,5%	-13%
Ailleron	-24,3%	-24%
WIG INFO	+0,8%	+5%
WIG	-10,5%	-11%
Zagranica	M/M	YTD
Software AG	+6,9%	-1%
Sage Group	-3,3%	-2%
Oracle	-4,5%	-4%
SAP	-4,7%	-5%
Computacentr	-7,8%	-6%
Fiserv	-9,6%	-6%
Atos	-10,7%	-7%
Cargemini	-11,2%	-6%
Tieto	-12,8%	-8%
Indra Sistem	-13,4%	-8%
IT Europe**	-6,2%	-3%
IT World**	-9,5%	-5%
Indeksy	M/M	YTD
MSCI EU	-7,4%	-7%
EU Akcje	-7,4%	-9%

*zmiana w okresie 29.01-27.02

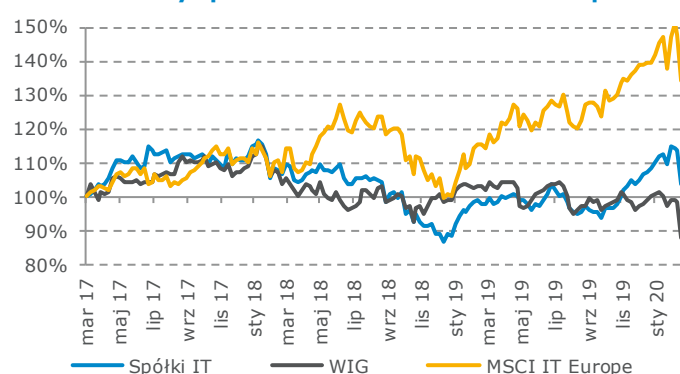
**indeksy MSCI IT EU oraz World

Prognoza wyników spółek IT w 4Q'19

(mln PLN)	ALL*	r/r	ABS*	r/r	ACP	r/r	ASE*	r/r	ATD	r/r	CMR	r/r
Przychody	44,8	+0,6%	78,8	+12,6%	2984,5	+12,6%	275,6	+24,4%	87,8	+5,9%	422,5	+1,6%
EBITDA	1,0	-78,0%	34,1	+21,6%	421,9	+19,1%	53,6	+46,1%	15,2	+19,3%	71,8	+6,8%
EBIT	-1,0	-	28,0	+19,8%	258,2	+8,5%	36,5	+47,2%	11,3	+5,7%	50,5	+1,2%
Zysk netto	-3,0	-	22,6	+18,5%	75,7	-22,7%	28,9	+45,2%	9,7	+31,1%	39,1	+33,8%

Źródło: spółki, mBank; *wyniki zaraportowane

Indeksy cenowy spółek IT vs. WIG i MSCI IT Europe



Źródło: Bloomberg, mBank

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
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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
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

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 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 sporządzenie 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

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 rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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. 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.

Investowanie 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 Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 28 lutego 2020 o godzinie 8:50.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 28 lutego 2020 o godzinie 8:50.

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

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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impxmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NVAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańskie Korporacja Budowlana PEKABEX, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projzrem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NVAI Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Prime Car Management, Primetech.

Assec Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura 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 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

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 interesami handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura 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 zastosowanych w rekomendacji:

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

Zdykontowanych 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.

Zdykontowanych 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	przeważaj	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2020-01-30	2019-12-05	2019-03-29	2019-02-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	32,60	27,60	29,50	26,60

Asseco PL

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	2019-06-03	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	59,20	50,80	53,00	51,20
kurs z dnia rekomendacji	57,35	51,10	54,30	48,00

Ailleron

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-02-28	2019-10-31	2019-06-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,34	7,16	8,40

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-02-28	2019-12-05	2019-10-10	2019-04-11
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28,80	25,60	19,40	14,20

Atende

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2019-12-05	2019-10-31
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,06	3,14

Comarch

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2019-11-25	2019-07-25	2019-04-17	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	250,00	231,00	230,00	195,00	160,80
kurs z dnia rekomendacji	189,50	178,50	181,00	162,50	155,00

Wasko

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

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
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@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