*Warszawa, 17.12.2019*

**Konrad Księżopolski, Szef Działu Analiz, Haitong Bank**

Haitong Bank w raporcie z 16 grudnia (godz. 8:00) aktualizuje rekomendacje dla następujących spółek z sektora TMT:

* NEUTRALNIE dla Asseco Poland (FV 59,9 PLN)
* KUPUJ dla Comarch (FV 226,9 PLN)
* KUPUJ dla LiveChat (FV 58,4 PLN)
* KUPUJ dla Ten Square Games (FV 233,4 PLN)
* KUPUJ dla Wirtualna Polska (FV 74,6 PLN)

**Asseco Poland**

Analitycy utrzymują rekomendację NEUTRALNIE dla Asseco Poland, podnosząc cenę docelową akcji do 59,9 PLN z 50,9 PLN. Wynika to z wyższych szacunków zysku netto spółki na lata 2019-2020 odpowiednio o 13 i 4 proc. w efekcie szybszego od oczekiwań wzrostu wyników spółki Formula Systems i Asseco International. W trzecim kwartale 2019 r. backlog grupy kapitałowej Asseco był wyższy o 14 proc. r/r., co wynikało ze wzrostu backlogu w Formula Systems (o 21 proc. r/r) i Asseco International (o 15 proc. r/r), mimo jego spadku w spółce Asseco Poland – o 10 proc. r/r. Spadek ten był skutkiem wysokiej bazy z 2018 r. (usprawnienie systemów bankowych) i redukcją skali biznesu hardware (Asseco Data Systems).

Asseco Poland dobrze poradził sobie w segmencie opieki medycznej, wygrywając od początku roku ok. 32 proc. przetargów wartych łącznie 57 mln PLN. Biorąc pod uwagę wysokie przepływy z działalności operacyjnej, które na koniec września 2019 r. były na poziomie 791 mln PLN (wobec 482 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej), przepływy z działalności inwestycyjnej na poziomie -421 mln PLN na koniec września 2019 r. (-306 mln PLN rok wcześniej), analitycy oczekują, że Asseco wypłaci sowitą dywidendę w wysokości 3 PLN na akcję, co daje stopę dywidendy na poziomie 5 proc.

Haitong Bank przewiduje, że zyskowność Asseco Poland wciąż będzie pod presją. Od początku roku marża operacyjna spółki-matki spadła do 14,9 proc. z 21,4 proc. w 2018 r. W samym trzecim kwartale 2019 r. marża operacyjna zmalała do 14,7 proc. wobec 22,6 proc. w analogicznym okresie w 2018 r. Według spółki był to skutek kosztów początkowych na kontraktach przejętych od innych firm, z których spółka nie generuje jeszcze przychodów. W czwartym kwartale 2019 r. zyski z nowych kontraktów powinny ulec lekkiej poprawie a w 2020 r. analitycy przewidują, że zyski będą widoczne w wynikach.

**Comarch**

Analitycy Haitong Banku utrzymują rekomendację KUPUJ dla Comarchu, podwyższając cenę docelową do 226,9 PLN z 215 PLN. Wyższa cena docelowa wynika z podwyższenia prognoz dotyczących EBITDA spółki w latach 2019-2021 odpowiednio o 21/4/2 proc. Zdaniem analityków, Comarchowi pomaga rosnąć szeroka oferta produktowa i sektorowa oraz dywersyfikacja geograficzna połączona z globalnym rozwojem. Z kolei do silnej pozycji spółki na rynku ERP w Polsce  
i segmencie telekomunikacyjnym, systemów lojalnościowych w Trade&Services i segmentach przemysłowych, spółkę wzmocnią referencje w ramach kontraktu 5G w Korei Południowej.

Poprawiające się przychody w połączeniu ze wzrostem udziału wysokomarżowego, własnego oprogramowania będą wspierać zyskowność Comarchu (marża brutto z ostatnich 12. miesięcy stale rośnie od początku 2018 r.). Jako główne ryzyko dla działalności inwestycyjnej spółki, poza sytuacją ekonomiczną na świecie, analitycy wskazują stale rosnące wynagrodzenia. Biorąc pod uwagę wzrost wyników i przepływy pieniężne, oczekują, że Comarch wypłaci dywidendę w wysokości 1,5 PLN na akcję, ze stopą dywidendy na poziomie 0,8 proc.

Zdaniem analityków Haitong Banku dynamika wyników może zmaleć w 2020 r. ze względu na presję płacową. Z jednej strony Comarch ocenia backlog na 2020 r. jako rosnący “o kilka procent r/r”. Z drugiej strony w trzecim kwartale 2019 r. koszty zatrudnienia wzrosły w sumie o 14 proc., gdzie za 7 proc. odpowiadała presja płacowa, a drugie 7 proc. było efektem wzrostu liczby pracowników. Koszty wynagrodzeń w Comarchu pochłaniają 65 proc. przychodów. Spółka oczekuje wzrostu płac w 2020 r. o 6-9 proc., co może spowodować, że zyski spółki będą pod presją na skutek dźwigni operacyjnej (stałe koszty płacowe rosną szybciej niż przychody). Scenariusz ten może się nie sprawdzić, jeśli Comarchowi uda się utrzymać wzrost przychodów w połączeniu z wyższymi marżami. Jest to możliwe dzięki szerokiej ofercie produktowej i międzynarodowej obecności spółki. Nie można jednak ignorować gospodarczego spowolnienia na świecie, które może negatywnie wpłynąć na decyzje klientów spółki co do zakupu jej oprogramowania.

**LiveChat**

Haitong Bank utrzymuje rekomendację KUPUJ dla LiveChat, obniżając cenę docelową do 58,4 PLN z 61,8 PLN. Obniżenie ceny docelowej wynika z wyższych kosztów ogólnego zarządu, które wiążą się z szybkim rozwojem organicznym spółki oraz rosnącą presją na wynagrodzenia w branży IT. LiveChat zatrudnia obecnie 160 osób (+50 proc. r/r). Analitycy oczekują wskaźnik kosztów sprzedaży, ogólnych i administracyjnych do przychodów na poziomie 24-25 proc. w perspektywie najbliższych trzech lat, wobec 17,5 proc. dotychczas.

Przyrost nowych klientów ustabilizował się na poziomie 200-300 miesięcznie (ok. 250 miesięcznie w ciągu ostatniego roku). W drugim kwartale 2019 r. ARPU spółki zaczął rosnąć, osiągając rekordowe 99,2 USD (+ 4 proc. r/r), co jest efektem tzw. cross-sellingu przy rozwiniętym portfolio produktowym (LiveChat 3.0, ChatBot, HelpDesk, KnowledgeBase, Marketplace) oraz upsellingu. Cross-sell i upsell powinny być głównym motorem wzrostu LiveChat w krótkim terminie. Poza tym, w perspektywie krótkoterminowej spółce może pomóc przyznanie ulgi podatkowej dla działalności B+R IP BOX. Według szacunków analityków Haitong Banku, zwiększy ona wycenę spółki o 10 PLN na akcję.

Jako ryzyko dla spółki, analitycy postrzegają ekspozycję na globalny rynek e-commerce, która w momencie spowolnienia gospodarczego może negatywnie wpłynąć na wyniki. Zdaniem analityków wysokie marże i generowanie dużej ilości gotówki pozwoli spółce wypłacać dywidendę o stopie 5,2-5,8 proc. w najbliższych 2 latach.

**Ten Square Games**

Haitong Bank utrzymuje rekomendację KUPUJ dla Ten Square Games, podwyższając cenę docelową do 233,4 PLN z 180,5 PLN. Podwyższenie ceny wynika z bardzo dobrych wyników sprzedaży gry Fishing Clash. Analitycy zwiększyli również szacunki zysku netto w latach 2019-2021 odpowiednio o 4/21/16 proc. Choć Ten Square Games osiągnął sukces głównie dzięki Fishing Clash, zdaniem analityków nie jest to firma jednej gry. Od początku roku Fishing Clash generuje ok. 86 proc. przychodów, ale 25 proc. zysku brutto po kosztach prowizji i marketingu, ale przed kosztami stałymi, pochodzi z bardziej zyskownych gier: Let’s Fish, Wild Hunt i Game Factory. Dodatkowo, spółka prowadzi obecnie 4 projekty w fazie pre lub soft-launch: Golf Rush, Hunting Clash, Flip This House i SoliTales.

Co więcej, Fishing Clash może być wkrótce wydany w Chinach. Zdaniem analityków, po otrzymaniu świetnych ocen na obecnych rynkach, jest to bardzo pozytywny sygnał dla spółki. Ten Square Games ubiega się o przyznanie ulgi IP BOX, która pozwoli spółce korzystać z preferencyjnej stawki podatku dochodowego (5 proc. zamiast 19 proc.). Trudno w tym momencie oszacować wpływ ulgi na zysk netto, ale jeśli spółka otrzyma taką możliwość, jej wycena może zwiększyć się o ok. 10 PLN na akcję.

**Wirtualna Polska**

Haitong Bank utrzymuje rekomendację KUPUJ dla Wirtualnej Polski i podwyższa cenę docelową do 74,6 PLN z 67,9 PLN. Analitycy podwyższyli szacunki EBITDA spółki na lata 2019-2021 odpowiednio o 2/4/6 proc. na skutek wyższych od oczekiwań wzrostów przychodów. Wirtualna Polska utrzymuje wysoka dynamikę przychodów i EBITDA LfL LTM (odpowiednio +18 proc. r/r i +10 proc. r/r), w stosunku do raportowanych +32 proc. i +16 proc. Dobre wyniki są nie tylko efektem ekspozycji spółki na dynamicznie rozwijający się rynek e-commerce, reklam online i dokonanych akwizycji, ale także zdolności spółki do monetyzacji bazy 21,3 mln użytkowników real users. Wirtualna Polska pokazuje także pozytywne efekty wewnętrznej restrukturyzacji (wzrost wskaźnika wyświetleń reklam), która pozwoliła zdystansować rynek. Otoczenie biznesowe powinno sprzyjać spółce w 2020 r. Wirtualna Polska oczekuje dalszego wzrostu dzięki cyfryzacji gospodarki oraz wysokich jednocyfrowych wzrostów na rynku reklam online, co jest zgodne z oczekiwaniami analityków Haitong Banku.

Analitycy postrzegają spowolnienie gospodarcze na rynkach lokalnych i międzynarodowych jako największe ryzyko dla spółki, które może negatywnie wpłynąć na rynek reklam online i prywatną konsumpcję w branży e-commerce. Analitycy nie uwzględniają jednak tego w swoim scenariuszu bazowym. Szacują, że Wirtualna Polska jest obecnie wyceniana na lata 2019 i 2020 ze wskaźnikiem EV/EBITDA na poziomie 11,3/9,5, co wciąż jest atrakcyjną wartością biorąc pod uwagę dynamikę wyników spółki.