

PGS Software

Kupuj

Na fali wzrostowej

Cena docelowa: 19,6 PLN

Potencjał wzrostu: +95%

PGS Software świadczy usługi programistyczne w ramach częściowego lub całościowego outsourcingu. Strukturalny niedobór informatyków w Europie oraz dobra lokalizacja spółki (niższe koszty pracy PL vs. EZ) stawiają spółkę jako naturalnego beneficjenta trwających zmian technologicznych. Systematyczna historia wieloletnich wzrostów (25-30% rocznie) połączonych z wysoką rentownością (15%+) oraz wysoką konwersją zysków na gotówkę uwiarygadnia model biznesowy spółki. Po wielu latach organicznych wzrostów PGS Software wydaje się być gotowa do przeprowadzenia pierwszych akwizycji przyspieszających wzrost i poszerzających kompetencje. Utrzymujemy rekomendację **Kupuj**.

PGS Software świadczy usługi programistyczne i testowe dla podmiotów zewnętrznych w ramach częściowego lub pełnego outsourcingu. Praktycznie całość sprzedaży jest realizowana poza Polską (głównie Europa) przez informatyków zatrudnionych w Polsce. Zdecydowana większość kontraktów jest realizowana w systemie rozliczeń dziennych (*time and material*, T&M). Spółka jest zdywersyfikowana branżowo (największy segment to ubezpieczenia – 22% sprzedaży) oraz klientowsko (największy klient 19% sprzedaży, top5 39%). Jednostkowo największym rynkiem jest UK z Irlandią i odpowiadają za 47% sprzedaży. Obecnie spółka zatrudnia ponad 650 osób.

Rynek, na którym działa spółka, dynamicznie rośnie w skali globalnej - w zależności od definicji rynku historyczny CAGR wynosił od kilku do kilkunastu procent przy skali rynku ~100mln USD. Nic nie wskazuje na odwrócenie trendu - wzrost segmentu usług w gospodarce światowej wymusza zwiększone wydatki na IT, natomiast strukturalny niedobór programistów skłania spółkę do korzystania z usług firm outsourcingowych. Lokalizacja PGS Software (Polska) pozwala spółce na swobodną konkurencję na ~25% rynku globalnego przy zachowaniu wysokich przewag kosztowych. Dodatkowo napływ nowych programistów z polskich uczelni oraz z Ukrainy zapewnia możliwość zwiększania skali działalności.

Długi track-record regularnych wzrostów i stabilnych marż uwiarygadnia model biznesowy spółki. PGS Software działa od 2005r. i systematycznie buduje skalę przychodów. Średnioroczny wzrost przekracza 25% przy utrzymywaniu rentowności netto powyżej 15%. Wysoki stopień konwersji zysków na FCF (model biznesowy jest praktycznie bezCAPEXowy) pozwalał na systematyczną wypłatę dywidendy. W kolejnych okresach oczekujemy niższego DPR ze względu na planowane podjęcie działań akwizycyjnych.

Potencjalne przeprowadzenie akwizycji może stanowić kolejny kamień milowy w historii Spółki, która do tej pory rozwijała się ściśle organicznie. Naszym zdaniem M&A mógłby nastąpić najwcześniej w 2020r. i zapewne będzie niewielkim (<10mln EUR) przejęciem wyspecjalizowanego zespołu w celu poszerzenia kompetencji lub zdobycia rynku/branży, w której do tej pory nie zaistniała Spółka.

Nasza wycena bazuje na metodzie DCF - Cena Docelowa 19,60 PLN oraz rekomendacja **Kupuj** (upside +95%). Wycena porównawcza sugeruje wycenę 33 PLN/akcja.

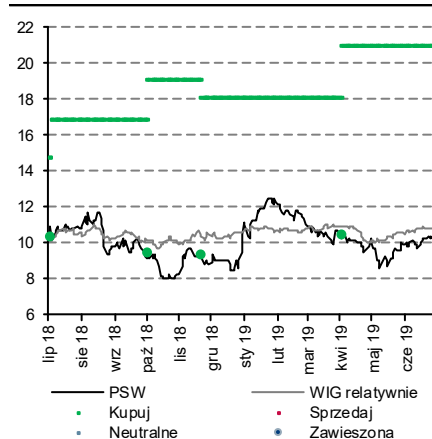
mIn PLN	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	76,2	99,1	124,0	153,1	186,8	214,9
EBITDA	21,0	23,0	27,7	33,0	38,5	42,1
EBIT	19,9	21,4	26,0	30,9	36,0	39,2
Zysk netto	16,1	20,1	21,5	25,1	29,1	31,8
EPS (PLN)	0,56	0,71	0,76	0,88	1,02	1,12
P/E (x)	17,8	14,2	13,3	11,4	9,8	9,0
EV/EBITDA (x)	13,1	11,8	9,9	7,7	6,5	6,0
P/BV (x)	15,4	12,2	10,4	5,8	5,2	4,9
DY (%)	4,2%	5,3%	6,1%	0,4%	7,9%	9,2%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

DANE SPÓŁKI

Ticker	PSW
Sektor	IT
Kurs (PLN)	10,04
52 tyg. min/max (PLN)	8 / 12,5
Liczba akcji (mln szt.)	28,4
Kapitalizacja (mln PLN)	285
Free-float	36,0%
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,05
Zmiana kursu	1M 3M 1Y
	1,6% -4,0% -2,0%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	18.04.2019	21,00
Kupuj	07.12.2018	18,10
Kupuj	18.10.2018	19,20
Kupuj	19.07.2018	16,90
Kupuj	11.07.2018	14,80
Kupuj	19.04.2018	15,40
Kupuj	08.12.2017	17,70
Kupuj	19.10.2017	15,70

AKCJONARIAT

	Udział %
Presto FIZ AN	31,9%
Infinitas FIZ AN	31,9%
NN OFE	7,4%

WAŻNE DATY

Raport II kw. '19	10.09.2019
-------------------	------------

ANALITYK

Zbigniew Porczyk, CFA

+48 (22) 4338-316

zbigniew.porczyk@trigon.pl

PGSSOFT

Bloomberg ticker

PSW PW

Rekomendacja

Kupuj

Cena docelowa (PLN)

19,6

Kurs (PLN)

10,0

Potencjał wzrostu

95,2%

Poprzednia rekomendacja

Kupuj

Poprzednia cena docelowa (PLN)

21,0

Liczba akcji (mln)

28,4

Kapitalizacja (mln PLN)

285

EV (mln PLN)

275

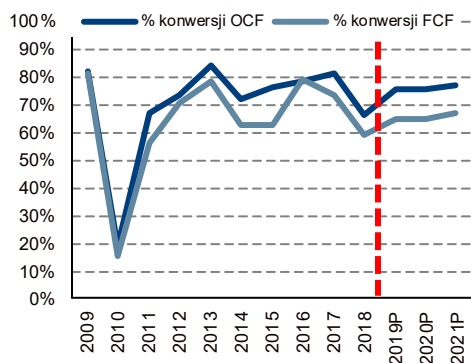
Zbigniew Porczyk, CFA

zbigniew.porczyk@trigon.pl

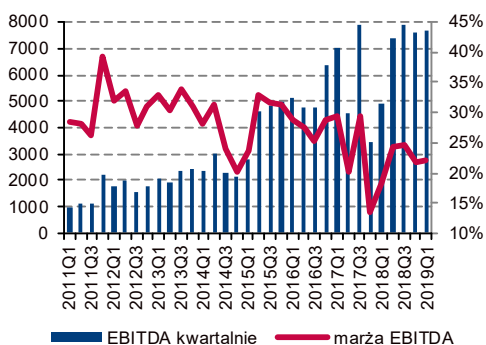
+48 (22) 4338-316

Wskaźniki rynkowe	2017	2018	2019P	2020P	2021P
P/E (x)	14,2	13,3	11,4	9,8	9,0
P/E skor. (x)	14,2	13,3	11,4	9,8	9,0
P/BV (x)	12,2	10,4	5,8	5,2	4,9
EV/EBITDA (x)	11,8	9,9	7,7	6,5	6,0
EV/EBITDA skor. (x)	11,8	9,9	7,7	6,5	6,0
EV/Sprzedaż (x)	2,7	2,2	1,7	1,4	1,2
FCF Yield (%)	5,7%	5,6%	7,6%	8,9%	10,0%
DY (%)	5,3%	6,1%	0,4%	7,9%	9,2%
Wskaźniki finansowe	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EPS (PLN)	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1
EPS skor. (PLN)	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1
DPS (PLN)	0,5	0,6	0,0	0,8	0,9
BVPS (PLN)	0,8	1,0	1,7	1,9	2,1
Liczba akcji (mln)	28,4	28,4	28,4	28,4	28,4
Kapitalizacja (mln PLN)	285	285	285	285	285
EV (mln PLN)	272	275	253	252	252

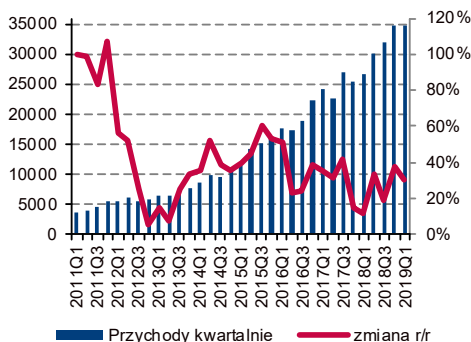
Konwersja EBITDA na gotówkę



EBITDA i marża EBITDA kwartalnie



Przychody kwartalnie



Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	99	124	153	187	215
Koszty wytworzenia	78	98	121	150	175
Zysk brutto ze sprzedaży	22	26	32	37	40
EBITDA	23	28	33	39	42
EBITDA skor.	23	28	33	39	42
Amortyzacja	2	2	2	3	3
EBIT	21	26	31	36	39
Zysk brutto	25	26	31	36	39
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0
Zysk netto	20	22	25	29	32
Zysk netto skor.	20	22	25	29	32

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy z działalności operacyjnej	19	18	25	29	33
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2	-2	-3	-4	-4
CAPEX	-3	-2	-3	-4	-4
Przepływy z działalności finansowej	-15	-18	-1	-24	-28
Dywidenda	-15	-18	-1	-23	-26
FCF	16	16	22	25	28
Przepływy pieniężne netto	1	-2	21	1	0

Bilans (mln PLN)

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	4	5	6	8	9
Rzeczowe aktywa trwałe	3	4	5	6	7
Wartość firmy	0	0	0	0	0
Wartości niematerialne i prawne	0	0	0	0	0
Gotówka	14	11	32	33	34
Pasywa	34	40	65	73	80
Kapitał własny	23	27	50	55	58
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0
Zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0
Dług netto skor.	-14	-11	-32	-33	-34
Kapitał obrotowy netto	11	15	25	31	35

Wskaźniki operacyjne

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
wzrost sprzedaży (%)	30%	25%	23%	22%	15%
wzrost EPS skor. (%)	25%	7%	16%	16%	9%
marża brutto na sprzedaży (%)	21,7%	20,9%	20,7%	19,8%	18,8%
marża EBITDA skor. (%)	23,2%	22,4%	21,6%	20,6%	19,6%
marża EBIT (%)	21,6%	21,0%	20,2%	19,3%	18,3%
marża netto skor. (%)	20,3%	17,4%	16,4%	15,6%	14,8%
ROE (%)	95,7%	84,5%	65,0%	56,0%	56,2%
ROA (%)	65,3%	57,9%	47,7%	42,2%	41,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,6%	2,0%	2,1%	2,1%	1,9%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,6	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6
Dług netto/EBITDA (x)	-0,6	-0,4	-1,0	-0,9	-0,8
Cykl konwersji gotówki (dni)	36	35	46	54	56
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	53	53	54	54	56
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	17	18	8	0	0

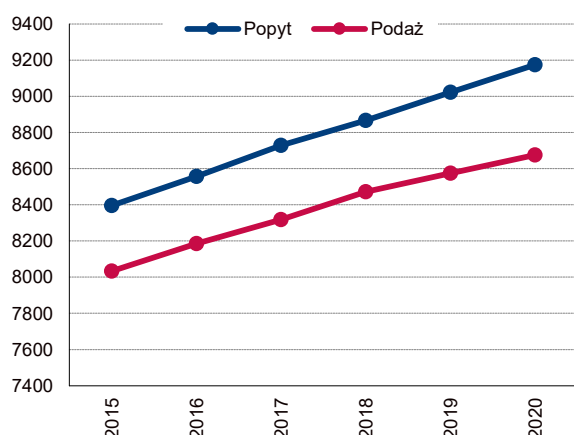
Źródło: Spółka, Trigon DM

Podsumowanie: Equity story

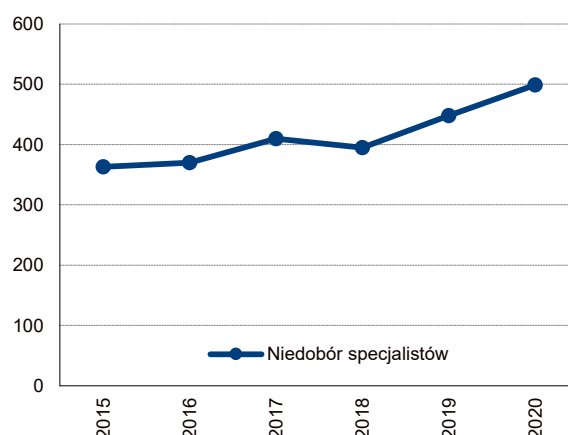
Strukturalny niedobór informatyków na rynku pracy

Rynek pracy znajduje się w strukturalnym niedoborze programistów. Przedsiębiorstwa są zmuszone do korzystania z firm outsourcingowych z doświadczonymi pracownikami i muszą akceptować praktycznie wszystkie podwyżki związane z przenoszeniem wzrostu płac.

Popyt i podaż na informatyków w UE27 w latach 2015-2020



zapotrzebowanie



Źródło: Empirica, European Commission, High-tech and leadership skills for Europe, Jan'2017, Trigon DM

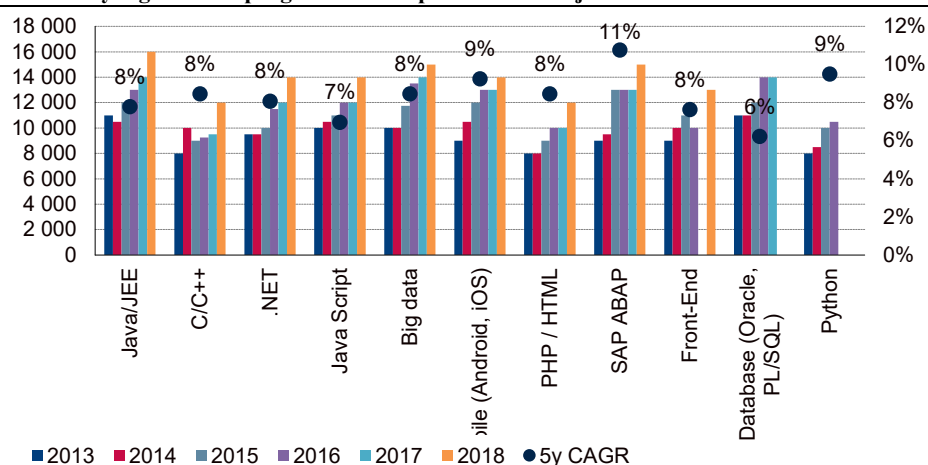
Rosnący rynek globalny

Rynek usług IT, w szczególności tych kontraktowych/outsourcingu, znajduje się w mocnym trendzie wzrostowym - w ostatnich latach wzrost wynosił ponad 20% (szacunki Zarządu). Obecna skala rynku to ponad 150mld USD.

Niższe wynagrodzenia wykwalifikowanych programistów w Polsce / CEE

Region CEE stał się naturalnym miejscem do outsourcingu usług programistycznych ze względu na istotną różnicę wynagrodzeń, wysoką jakość usług, bliską odległość oraz tę samą strefę czasową.

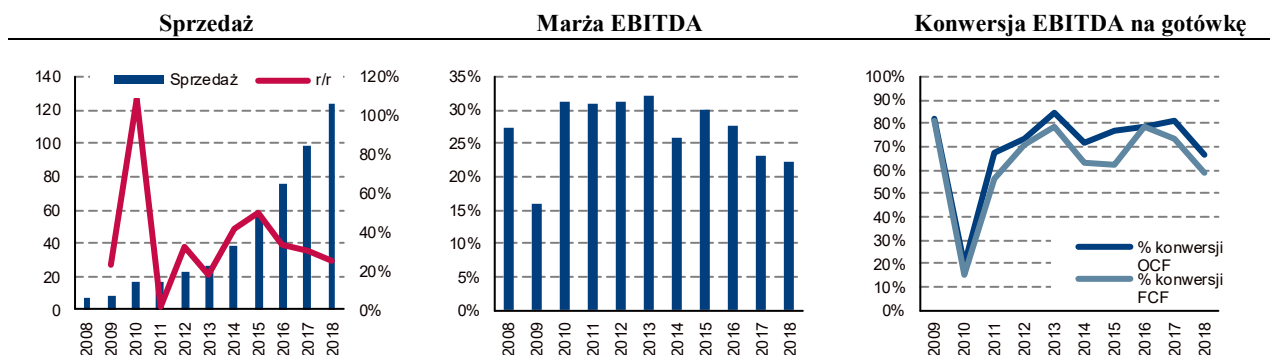
Średnie wynagrodzenie programistów w podziale na kraje w USD



Źródło: Payscale, założono Software Developer z 5cioletnim stażem w największych miastach, Trigon DM

Silny wzrost przychodów, wysokie marże i mocna generacja gotówki

PGS Software posiada historię udokumentowanych, regularnych wzrostów przychodów przy jednoczesnym zachowaniu wysokich marż na stabilnym poziomie. Zdecydowana większość zysków przekłada się na bardzo mocne przepływy pieniężne.



Źródło: spółki, Bloomberg, Trigon DM

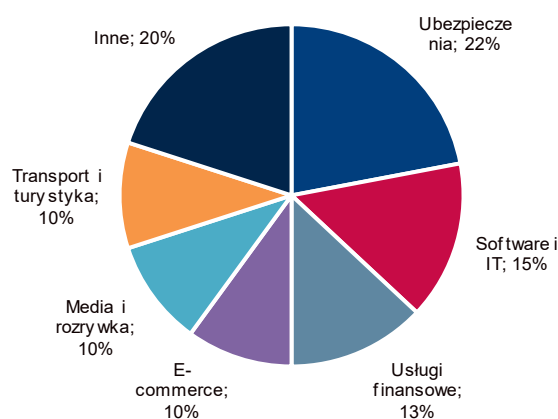
Silny bilans + regularna wypłata dywidendy (DPR > 85%)

PGS Software nie posiada zadłużenia. Bardzo mocna konwersja zysków na przepływy pieniężne pozwalała spółce na regularne wypłaty dywidend. W ostatnich latach DPR wynosił ponad 85%. Ze względu na gotowość spółki do realizacji przejęć konkurencji oczekujemy mniejszych dywidend w przyszłości

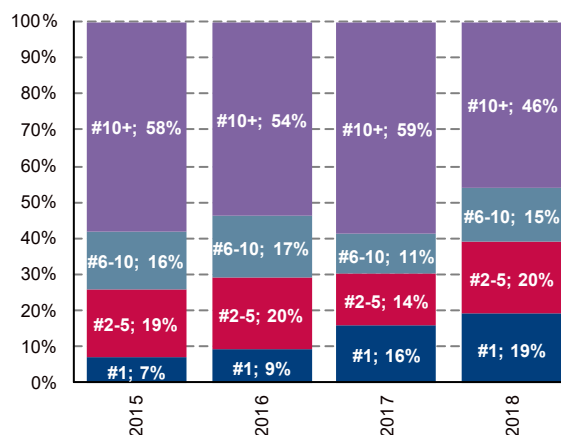
Duża dywersyfikacja biznesu: zarówno branżowo jak i klientowsko

PGS Software jest zbilansowana zarówno po stronie klienckiej (największy klient odpowiada za 19% obrotów; top-10 to 54% przychodów) jak i sektorowo.

PGS Software: podział sektorowy sprzedaży



Udział klientów w przychodach, 2015



Źródło: spółka, Trigon DM

Założenie spółki od podstaw, wzrost organiczny, operacyjne zaangażowanie udziałowców

PGS Software została założona w 2005r. i systematycznie rośnie w sposób organiczny. Historycznie spółka przejęła tylko jeden podmiot (TestBenefit) za 0,2mln PLN. Główni udziałowcy i założyciele zaangażowani są w operacyjne prowadzenie działalności PGS, posiadają także akcje uprzywilejowana - wszystkie akcje uprawniają ich do 75% głosów na WZA.

Podsumowanie: model biznesowy

PGS świadczy usługi programistyczne i testowe dla podmiotów zewnętrznych w ramach częściowego lub pełnego outsourcingu. Praktycznie całość sprzedaży jest realizowana poza Polską (głównie Europa) przez informatyków zatrudnionych w Polsce. Zdecydowana większość kontraktów jest realizowana w systemie rozliczeń dziennych (time and material, T&M). Spółka jest zdywersyfikowana branżowo (największy segment to ubezpieczenia – 22% sprzedaży) oraz klientowsko (największy klient 19% sprzedaży, top5 36%). Jednostkowo największym rynkiem jest UK z Irlandią i odpowiadają za 49% sprzedaży. Obecnie spółka zatrudnia ponad 650 osób.

Główne cechy modelu biznesowego:

- **Model sprzedaży:** bezpośredni (większość rynków) oraz za pośrednictwem partnerów (Skandynawia, USA)
- **Model rozliczeń:** w większości w zależności od ilości poświęconego czasu (time and material, T&M), sporadyczne kontrakty typu fixed price
- **Model wzrostu:** organiczny. W historii spółka przejęła jeden podmiot (TestBenefit) za 0,2mln PLN. Część wzrostu przychodów pochodzi z podnoszenia cen, skorelowanego z dużymi wzrostami wynagrodzeń na rynku pracowników.
- **Skalowalność biznesu:** niewielka – skala w pełni uzależniona od liczby zatrudnionych pracowników
- **Przychody:** zdecydowana większość w walucie obcej; zabezpieczenie do 50-100% rocznych przychodów
- **Ekspozycja na waluty:** bardzo duża - praktycznie całość przychodów w walucie obcej przy kosztach złotówkowych. Możliwość przenoszenia zmian na klienta o ile zmianie ulega cały koszyk walut CEE. W przypadku zmiany wartości samego PLN, możliwość przeniesienia na klienta jest mniejsza.
- **Koszty:** dominują koszty pracy w PLN (programiści)
- **Możliwość przenoszenia wzrostu kosztów pracy na klienta:** bardzo duża
- **Generowanie gotówki/potrzeby kapitałowe:** bardzo duża konwersja EBITDA na FCF; brak istotnych potrzeb CAPEX; konieczność finansowania WC (należności) wraz ze wzrostem biznesu
- **Rynek:** mocne wzrosty na całym świecie (kilka-kilkanaście%+ rocznie)
- **Konkurencja:** duża, brak dominującego gracza. Międzynarodowa (Luxoft Holding, EPAM Systems, Endava), regionalna (Intive) oraz krajowa (Future Processing, Software Mind z grupy Ailleron, Euvic)
- **Cykliczność biznesu:** korelacja z wydatkami inwestycyjnymi; w przypadku kryzysu możliwość szybkiego ograniczenia zamówień przez klientów
- **Track record:** historia 10cio letnich wzrostów przychodów i zysków; systematyczna wypłata dywidendy
- **Miejsce prowadzenia działalności:** Polska. 3 lokalizacje: Wrocław, Rzeszów, Gdańsk.
- **Strategia:** spółka przede wszystkim skupia się na rozwoju organicznym, chociaż dopuszcza możliwość przeprowadzenia niewielkich akwizycji. Główne kierunki rozwoju geograficznego to kraje DACH i Skandynawia. Obecnie najbardziej perspektywnym obszarem rozwoju są kompetencje związane z usługami chmurowymi.

Ryzyka

Walutowe

PGS Software realizuje zdecydowaną większość (95%+) przychodów poza Polską, gdzie znajduje się jej główne centrum kosztów. Z tego powodu Spółka jest wystawiona na ryzyko walutowe w przypadku osłabienia się PLN względem innych walut, w szczególności GBP i EUR. W takim przypadku, Spółka może nie mieć możliwości symetrycznego podniesienia cen w celu ochrony swojej marży. W krótkim terminie PGS Software zabezpiecza swoją ekspozycję przy wykorzystaniu kontraktów terminowych.

Wzrost wynagrodzeń

Największą pozycją kosztową PGS Software są wynagrodzenia (90%+). Koszty pracy w sektorze IT od wielu lat systematycznie rosną powyżej średniej płacy w Polsce. W przypadku utrzymania się tego trendu Spółka może mieć trudności z proporcjonalnym podnoszeniem cen za swoje usługi - w takiej sytuacji marże PGS mogą erodować w długim terminie.

Problemy z pozyskaniem pracowników

PGS Software działa na niezwykle konkurencyjnym rynku usług IT, konkurując zarówno z podmiotami krajowymi jak i międzynarodowymi. Wzrost biznesu Spółki jest ściśle powiązany ze wzrostem zatrudnienia. Ze względu na strukturalny niedobór informatyków w Europie, PGS może mieć problem z pozyskaniem wymaganej liczby pracowników. W konsekwencji tempo wzrostu spółki może być niższe niż miało to miejsce historycznie.

Projektowe

PGS Software realizuje kontrakty dla swoich klientów. Błędne oszacowanie wymaganych zasobów niezbędnych do realizacji projektów może skutkować stratą poniesioną przez Spółkę. W celu ograniczenia tego ryzyka, PGS stara się realizować większość swoich kontraktów na zasadzie *time-and-material*, kiedy to rozlicza się z klientem na podstawie realnie przepracowanych godzin a nie finalnie dostarczonego produktu. Drugim istotnym ryzykiem projektowym jest potencjalna niska jakość wykonanych usług, która mogłaby się w negatywny sposób przełożyć na postrzeganie Spółki wśród klientów.

Backlog

PGS Software operuje w środowisku umów zawieranych na krótki termin pod konkretne projekty i zamówienia klienta. Innymi słowy, tzw. „widoczność” biznesowa Spółki jest relatywnie krótka. W przypadku wystąpienia poważnego kryzysu gospodarczego kontrahenci PGS są w stanie w szybkim czasie zakończyć współpracę ze Spółką bez ponoszenia kosztów kar umownych.

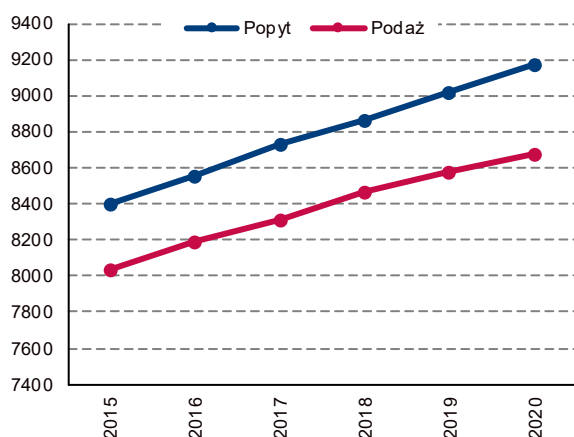
Prawne

PGS Software operuje w skali międzynarodowej i podlega pod wiele jurysdykcji prawnych. Z tego względu Spółka jest narażona na liczne ryzyka prawne w każdym kraju prowadzonej działalności. Naszym zdaniem dwa największe ryzyka prawne to: **(1) Prawo pracy w Polsce.** Większość informatyków pracujących dla Spółki współpracuje na zasadach biznesowych (B2B), w większości prowadząc jednoosobową działalność gospodarczą. Istnieje ryzyko zmiany prawa, która utrudni taki model rozliczania. W tym przypadku widzimy ryzyko wzrostu kosztów pracy dla Spółki oraz potencjalnie zobowiązań wstecznych wobec ZUS. **(2) Wprowadzenie przepisów zaostrzających zasady świadczenia usług w modelu *off-shore* w jednym z głównych krajów działalności Spółki.**

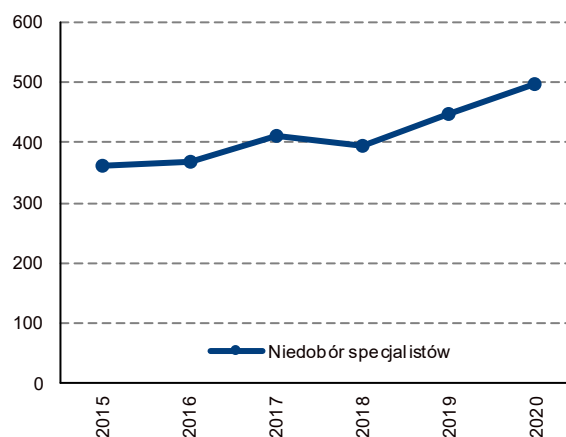
Rynek programistów

Głównym elementem equity story dla PGS Software jest niezbilansowany rynek pracy programistów. Problem w szczególności dotyczy krajów rozwiniętych, gdzie rozwój gospodarczy wymusza nieproporcjonalne zapotrzebowanie na specjalistów IT a demografia wpływa na niewielką podaż pracowników. Tylko w samej Europie szacuje się, że obecnie brakuje 0,4mln programistów a do 2020 będzie to 0,5mln. Strukturalne zapotrzebowanie i niedopasowanie rynku pracy do dostępnych zasobów stawia firmy przed problemem walki o wykwalifikowanego pracownika. W takiej sytuacji (1) specjalistycznym firmom jest łatwiej walczyć o dobrego pracownika ze względu na większe możliwości zaoferowania ciekawej pracy (2) „klasyczne” firmy mają problem z oceną kompetencji kandydatów do pracy i dodatkowe koszty związane z dużą rotacją w branży. Konsekwentnie trend korzystania z usług firm zewnętrznych jako dostawców systemów / ludzi jest na fali wzrostowej.

Popyt i podaż na informatyków w UE27 w latach 2015-2020



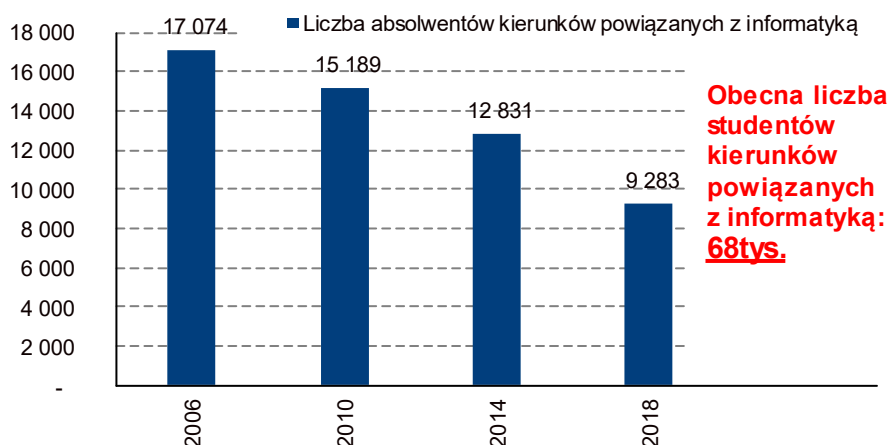
zapotrzebowanie



Źródło: Empirica, European Commission, High-tech and leadership skills for Europe, Jan '2017, Trigon DM

Strukturalne niedopasowanie popytu i podaży w Polsce ma małe szanse na zbilansowanie w średnim terminie ze względu na spadającą liczbę osób kończących kierunki informatyczne. Obecnie jest to ok. 10tys. informatyków rocznie - zwracamy uwagę, że liczba programistów będzie odpowiednio niższa. Poniższe wielkości nie uwzględniają napływających informatyków z Ukrainy. Widać natomiast rosnący trend zainteresowania studiami informatycznymi oraz kursami doszkalającymi prowadzonymi przez prywatne firmy.

Liczba absolwentów kierunków informatycznych w Polsce



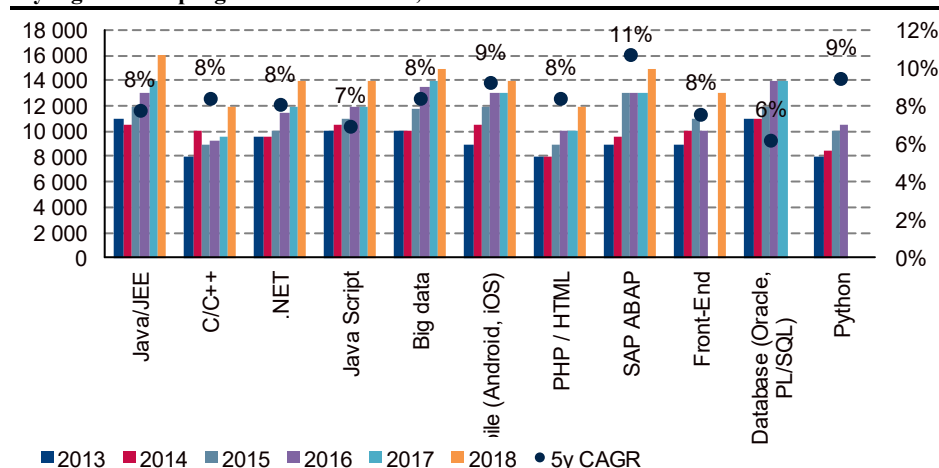
Źródło: GUS, Trigon DM

Na polskim rynku pracy w sektorze IT widać znaczący napływ pracowników z krajów wschodnioeuropejskich, w szczególności z Ukrainy. Rosnąca liczba wykwalifikowanych pracowników pochodzących z krajów Europy Wschodniej wiąże się z jednej strony ze zmianami sytuacji geopolitycznej, z drugiej zaś ze stałym podnoszeniem jakości kształcenia w tych krajach. W ocenie Spółki opisywany trend będzie miał pozytywny wpływ na działalność PGS Software, ponieważ przyczynia się do zwiększenia konkurencyjności rynku pracy i może prowadzić do spowolnienia wzrostu wynagrodzeń w sektorze IT.

Wynagrodzenia w sektorze

Silny popyt na pracowników przekłada się na wysokie wzrosty wynagrodzeń. Programiści należą obecnie do jednej z najlepiej wynagradzanych grup i ostatnich latach ich wynagrodzenia dynamicznie rosną. W ostatnich latach wzrost zarobków oscylował w okolicach ~10% rocznie. Programiści są relatywnie najlepiej wynagradzaną grupą wśród informatyków i odnotowywali oni w ostatnich latach nawet wyższe wzrosty płac. Kwestia wynagrodzeń jest też głównym powodem zmiany miejsca pracy.

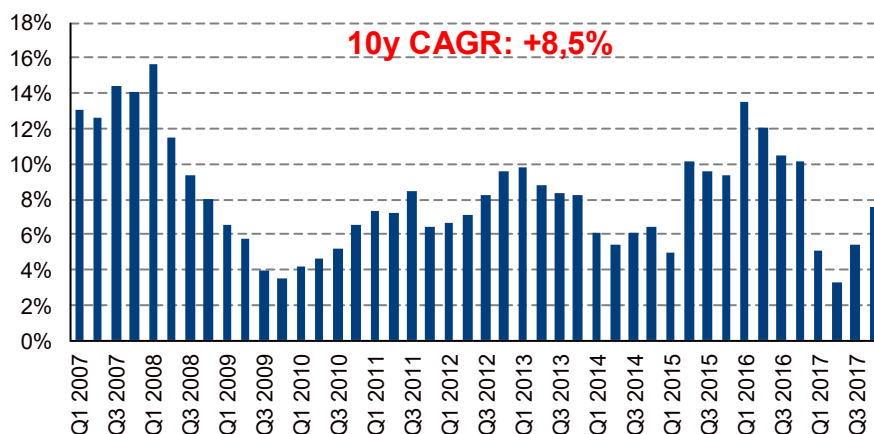
Wynagrodzenia programistów w Polsce, 2013-18



Źródło: Hays, Grafton, Trigon DM

Realne dane, które dobrze obrazują trajektorię wzrostu wynagrodzeń informatyków w Polsce przedstawia w swoich prezentacjach inwestorskich Comarch. Wynika z nich, że na przestrzeni ostatnich 10ciu lat, średni wzrost wynagrodzeń wyniósł 8,5% rocznie. Naszym zdaniem w przypadku wykwalifikowanych programistów te wzrosty były jeszcze bardziej istotne.

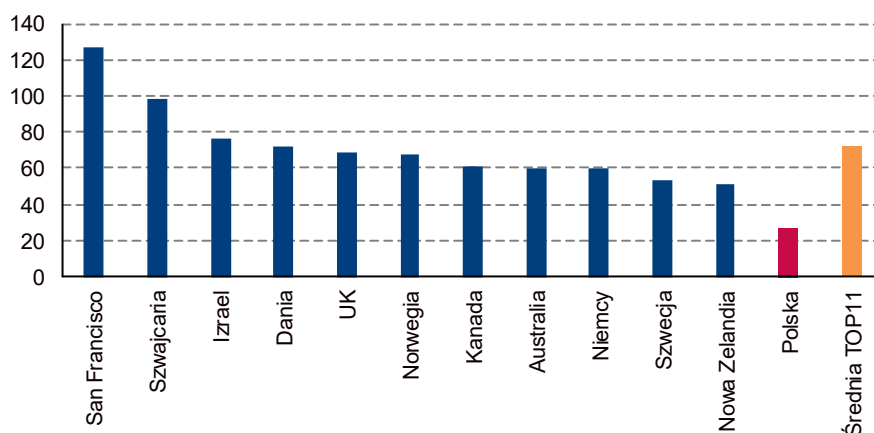
Procentowy wzrost wynagrodzeń w spółce COMARCH w latach 2007-2017



Źródło: Prezentacje COMARCH, dane dotyczą tylko pracowników zatrudnionych w spółce (LfL), Trigon DM

Na wykresie poniżej przedstawiono porównanie płac programistów. Zestawiono średnie płace w krajach, gdzie programiści zarabiają najwięcej i średnią płacę w Polsce. Jak wynika z danych, w Polsce płace są niższe średnio o ok. 45tys. USD. Stanowi to silny argument za trendem poszukiwania wykonawców usług spoza granic swojego kraju. Różnica w zarobkach w Polsce vs. Niemcy, UK czy Skandynawia pozwala stawiać tezę, że nawet pomimo wysokich wzrostów wynagrodzeń w sektorze IT w Polsce krajowe firmy będą konkurencyjne cenowo.

Średnie wynagrodzenie programistów w podziale na kraje w USD



Źródło: Payscale, założono Software Developer z 5cio letnim stażem w największych miastach, Trigon DM

Możliwość przenoszenia wzrostu wynagrodzeń na klientów

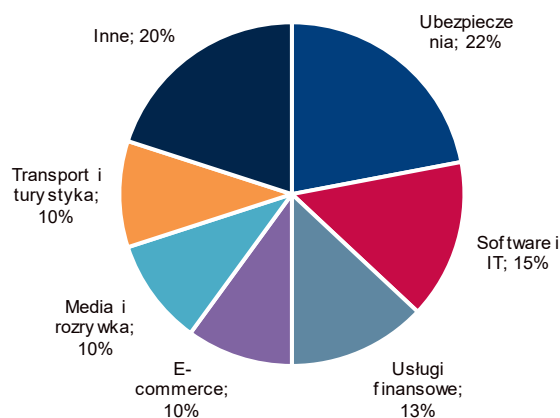
Koszty ludzkie to główny składnik kosztowy PGS Software i odpowiada za ~70% przychodów. Środowisko wzrostu wynagrodzeń o 10-15% (a czasem nawet więcej) rocznie stanowi duże ryzyko związane z możliwością odpowiedniego podnoszenia stawek u klientów. Większość kontraktów zawieranych przez spółkę powinna posiadać klauzulę automatycznego wzrostu stawek zgodnie z ruchem na wynagrodzeniach, jednakże nie częściej niż na rok. Powoduje to efekt „uciekającej marży”, tzn. spółka posiada opóźnienie w podnoszeniu stawek na całej bazie klienckiej. Powoduje to tymczasowy negatywny wpływ na marżę w środowisku przyspieszającego tempa wzrostu podwyżek lub pozytywny przy spadającym tempie wzrostu płac. Dodatkowo, podnoszenie stawek klientom o kilkanaście procent rocznie często może być niewykonalne, nawet wbrew zapisom umowy. Ten element jest dla nas jednym z głównych czynników ryzyka. **W naszym modelu założyliśmy spadki marż o 1pp. rocznie spowodowane zmianą struktury kosztowej.**

Opis spółki

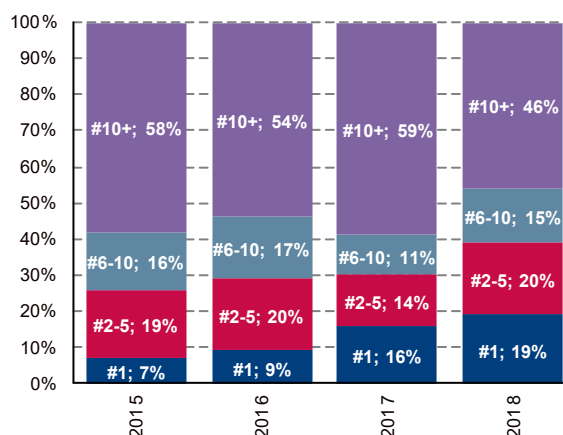
PGS Software tworzy oprogramowanie na zamówienie klienta i jest w stanie zapewnić obsługę całego procesu tworzenia oprogramowania, począwszy od przeprowadzenia szczegółowej analizy potrzeb klienta, aż po wdrożenie przygotowanego oprogramowania i jego testowanie. Przychody pochodzą ze sprzedaży usług informatycznych: spółka nie oferuje produktów, które byłyby sprzedawane wielokrotnie; nie uzyskuje też przychodów z abonamentów. W większości przypadków prawa autorskie przechodzą na klienta po zakończeniu projektu. Usługi utrzymania i serwisowania są każdorazowo przedmiotem odrębnego zlecenia.

Obecnie spółka zatrudnia ~650 pracowników oraz współpracuje z 64 klientami.

PGS Software: podział sektorowy sprzedaży

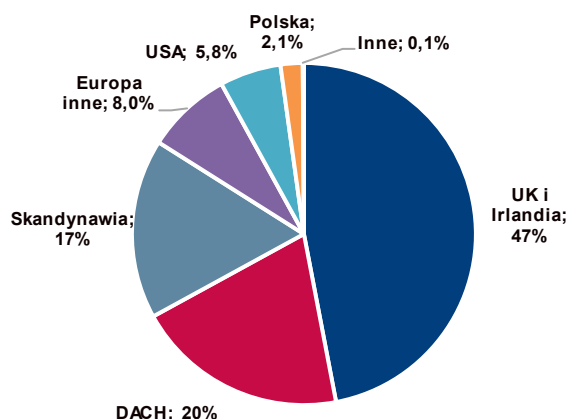


Udział klientów w przychodach, 2015

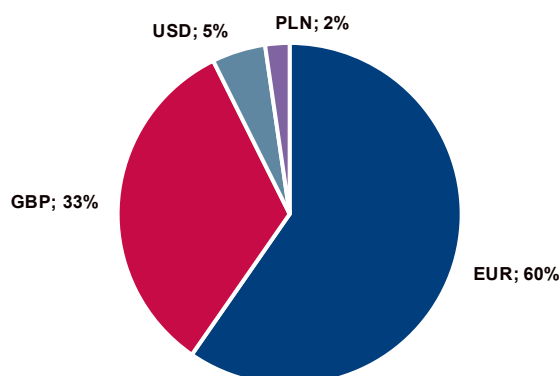


Źródło: spółka, Trigon DM

PGS Software: podział geograficzny sprzedaży



Udział walut w przychodach, 2018



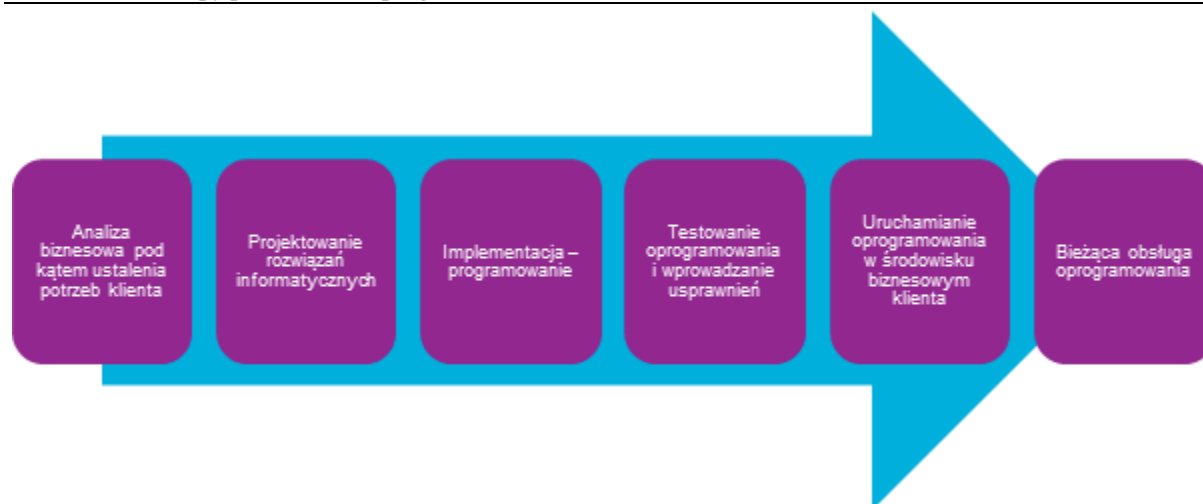
Źródło: spółka, Trigon DM

Etapy prowadzenia biznesu

Pozyskanie klienta

Zdecydowana większość przychodów spółki pochodzi albo od istniejących klientów (kontynuacja współpracy, nowe zlecenia) bądź jest pozyskana w sposób generyczny (polecenie, www) lub aktywny (sieć sprzedawców). Przypominamy, że istotna część wzrostu przychodów pochodzi także z podnoszenia stawek, które ma za zadanie przeniesienie rosnących kosztów pracy na klienta. Kilka lat temu spółka zaczęła intensywniej inwestować w siły sprzedażowe i obecnie posiada własnych zagranicznych sprzedawców - obecnie taki model funkcjonuje w Wielkiej Brytanii, Szwecji, Niemczech oraz Szwajcarii. Dodatkowo usługi spółki są sprzedawane przez sieci partnerskie (model w USA i w Skandynawii).

PGS Software: Etapy powstawania oprogramowania



Źródło: spółka

Analiza

Pierwszym etapem świadczenia usług może być analiza biznesowa, ukierunkowana na zidentyfikowanie indywidualnych potrzeb klienta. Analityk spółki przeprowadza badanie działalności klienta, zmierzające do zrozumienia prowadzonych przez niego procesów biznesowych. Pozwala to na poznanie wymagań, w szczególności w zakresie funkcjonalności, jakie muszą spełniać projektowane rozwiązania informatyczne. Dokumentacja przygotowana przez analityka jest wykorzystywana w trakcie całego procesu realizacji projektu. Analityk może zaproponować rozmiar oraz skład zespołu, który optymalnie spełni oczekiwania klienta. Spółka jest osobno wynagradzana za pracę analityka, nawet jeśli klient wycofa się ze złożenia zlecenia po otrzymaniu stosownej analizy biznesowej.

Projektowanie

Kolejnym etapem jest projektowanie rozwiązań informatycznych. Po identyfikacji potrzeb klienta, spółka przystępuje do wykonania szczegółowego projektu. Opracowanie przygotowane przez architekta systemu jest wykorzystywane przez programistów.

Programowanie

Po zakończeniu fazy projektowania, programiści przystępują do fazy implementacji (kodowania). Programiści spółki pracują w niemal wszystkich popularnych technologiach i są w stanie przygotować oprogramowanie na wszystkie platformy, także mobilne.

Testowanie

Po zakończeniu etapu implementacji, spółka testuje oprogramowanie pod kątem potencjalnych błędów i usterek. PGS oferuje także usługi testowania oprogramowania zewnętrznego.

Po **dostarczeniu** oprogramowania klientowi i jego **uruchomieniu** w strukturze organizacyjnej klienta, konieczna jest stała i **bieżąca obsługa** w celu utrzymania pełnej funkcjonalności opracowanego rozwiązania. Spółka zapewnia swoim klientom pełen zakres usług związanych z utrzymaniem oprogramowania, zgodnie z indywidualnie określonymi oczekiwaniami każdego kontrahenta.

Struktura akcjonariatu

PGS Software: Struktura akcjonariatu (tys. sztuk)

	Akcji		Głosów	
Infinitas FIZAN	9 067	31,9%	15 317	37,4%
Presto FIZAN	9 067	31,9%	15 317	37,4%
NN OFE	2 112	7,4%	2 112	5,2%
Pozostali	8 186	28,8%	8 186	20,0%
	28 432		40 932	

Źródło: Spółka, Trigon DM

Wojciech Gurgul posiada 100% certyfikatów Infinitas FIZAN.

Paweł Gurgul posiada 100% certyfikatów Presto FIZAN.

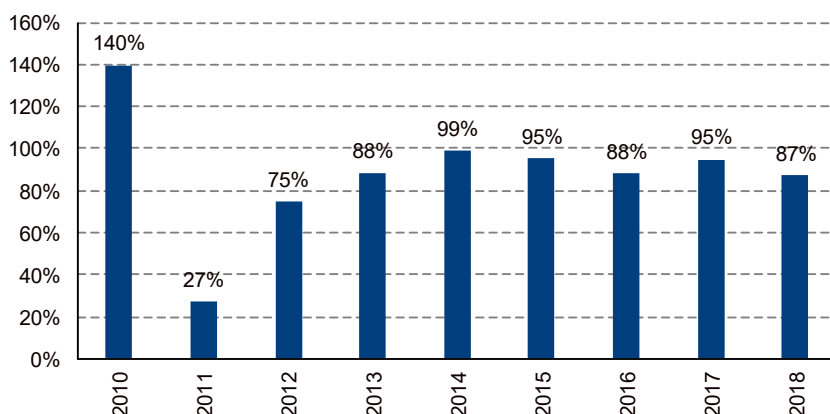
Spółród 18,1mln akcji posiadanych przez Infinitas i Presto, 12,5mln akcji to akcje uprzywilejowane co do głosu (2-1).

Dywidenda

Spółka nie posiada oficjalnej polityki dywidendowej. Historycznie zdecydowana większość (DPR > 85%) trafiała na dywidendę. W 2019r. spółka postanowiła nie wypłacać dywidendy i zamiast tego ogłosiła skup akcji własnych o wartości 11mln PLN (~50% zysku netto za 2018r.). Ostatecznie udało się skupić w formie wezwanie akcje o wartości 1,6mln PLN.

Ostatnie wypowiedzi spółki sugerują także gotowość do przeprowadzenia akwizycji w perspektywie 2020r., które mogłyby być sfinansowane m.in. środkami własnymi. W tym kontekście oczekujemy, że poziom wypłaty dywidendy w przyszłości może być niższy niż historyczny.

PGS Software: DPR (wypłata dywidendy z zysku z roku poprzedniego)

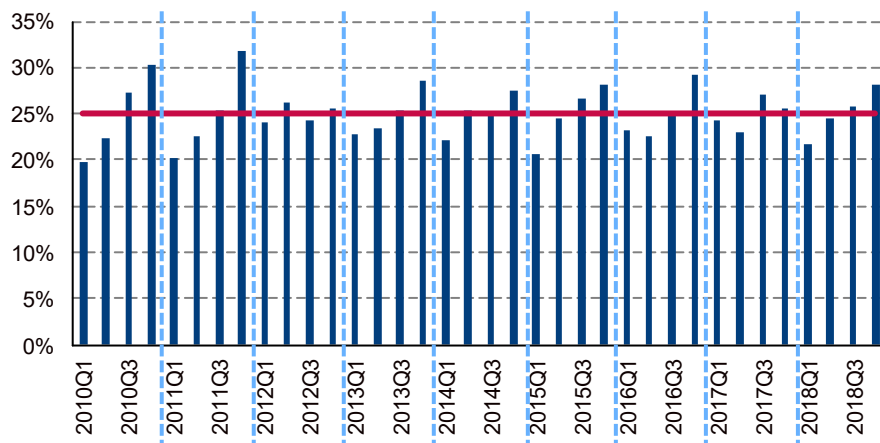


Źródło: spółka, Trigon DM

Sezonowość

Niewielka sezonowość jest związana z okresem urlopowym, czyli III kw. W związku z faktem, że spółka jest rozliczana w systemie T&M (płatności za dni programistyczne), w okresie urlopowym zarówno strona przychodowa jak i kosztowa są odpowiednio niższe.

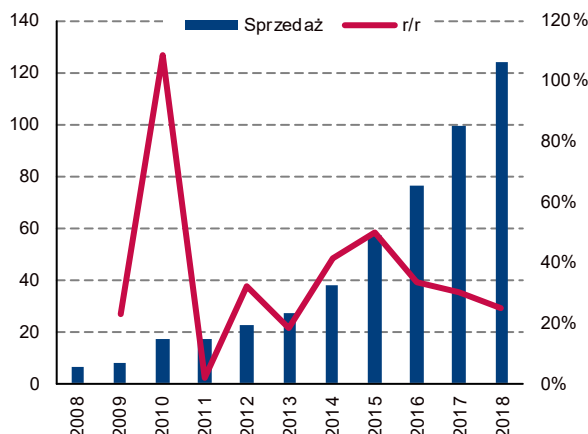
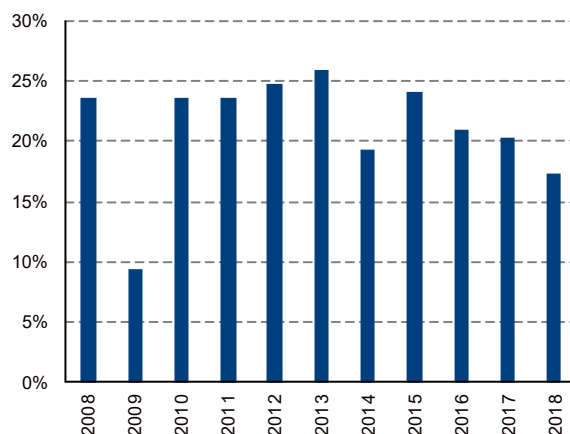
PGS Software: Sezonowość



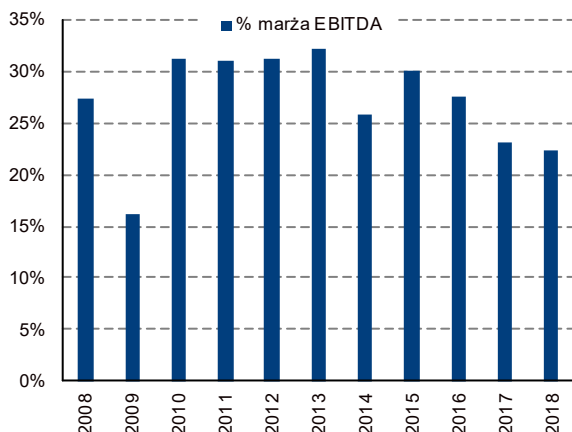
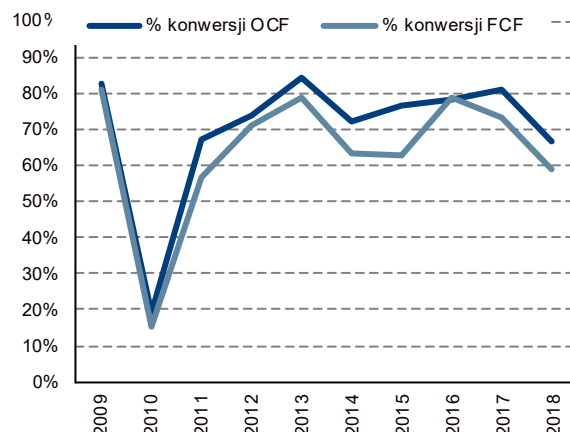
Źródło: spółka, Trigon DM

Prognozy finansowe

PGS Software systematycznie powiększa skalę działalności. 7-letni CAGR przychodów wynosi 34%. Zwracamy uwagę, że część wzrostu wynika z przenoszenia na klienta wzrostu wynagrodzeń programistów. Szacujemy, że efekt ten odpowiada przynajmniej za 1/3 raportowanego wzrostu. Pomimo wysokiego wzrostu, spółka cały czas charakteryzuje się wysokimi marżami i wysokim stopniem konwersji zysków na gotówkę.

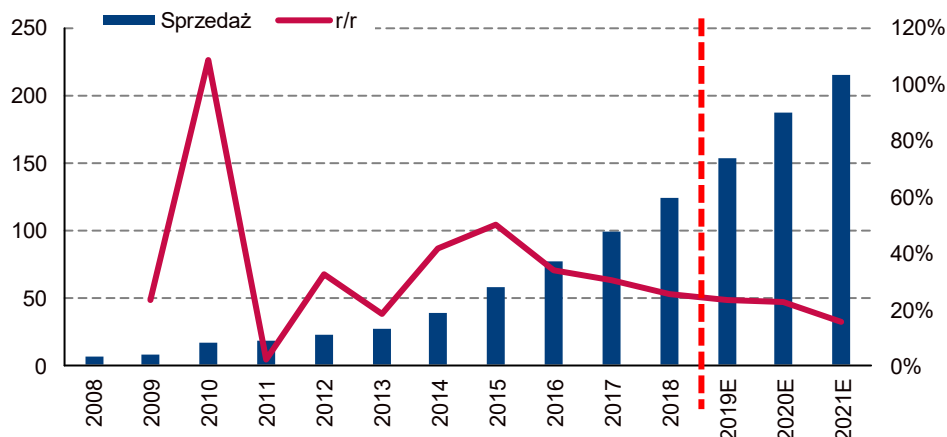
Ewolucja sprzedaży

i marży zysk netto w latach 2008-2018


Źródło: spółka, Trigon DM

Marża EBITDA

Konwersja EBITDA na OCF/FCF


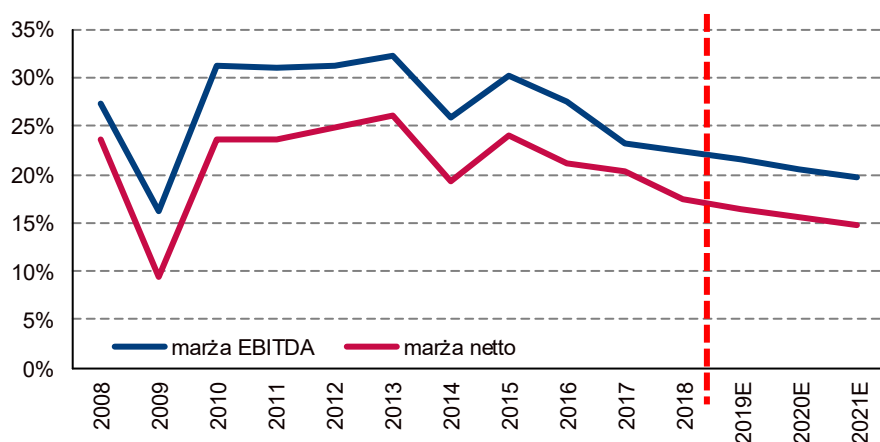
Źródło: spółka, Trigon DM

W naszych prognozach zakładamy spadek dynamiki sprzedaży. Naszym zdaniem wysoka niepewność na rynku brytyjskim, który odpowiada za 47% sprzedaży PGS Software, może spowodować spowolnienie tempa wzrostu. Założyliśmy, że wzrost w 2019, 2020 i 2021r. wyniesie odpowiednio 23%, 22% oraz 15% i jego tempo będzie spadać o 10% r/r. Naszym zdaniem są to założenia konserwatywne, istotnie odbiegające od historycznych wyników i plasujące się poniżej wzrostu całego rynku.

PGS Software: prognoza sprzedaży do 2021


Źródło: spółka, Trigon DM

Po stronie marżowej, założyliśmy dalsze pogarszanie się marżowości w 2019r. w związku ze wzrostem skali działalności i coraz większymi nakładami na sieć sprzedaży oraz marketing. W połączeniu z naszym założeniem stopniowego wzrostu udziału kosztów pracy uważamy, że marża w długim terminie będzie erodować. Innymi słowy, w naszym modelu zakładamy, że marże PGS Software będą w długim terminie zbiegać do wskaźników konkurencji.

PGS Software: prognoza marżowości do 2021


Źródło: spółka, Trigon DM

PGS Software: Zmiany prognoz

Zmiany prognoz mIn PLN	2019P			2020P			2021P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	153	154	-1%	187	179	4%	215	206	4%
EBITDA	33	32	3%	39	36	7%	42	39	8%
EBIT	31	30	3%	36	33	9%	39	36	9%
Zysk netto	25	24	4%	29	27	8%	32	29	10%

Źródło: Trigon DM

Wycena

Podsumowanie:

- Wycena DCF: 19,60 PLN
- Wycena porównawcza: 33,20 PLN
- Cena Docelowa (100% DCF): 19,60 PLN

Wycena DCF

PGS Software: Wycena DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	Terminal
EBIT	31	36	39	42	44	46	47	48	48	47	
Stopa podatkowa	19%	119%	219%	319%	419%	519%	619%	719%	819%	919%	
NOPLAT	25	29	32	34	36	37	38	39	39	38	37
Amortyzacja	2,1	2,5	2,9	3,3	3,7	4,1	4,5	4,9	5,3	5,7	
Nakłady inwestycyjne	3,2	3,8	4,1	4,6	5,1	5,6	6,0	6,5	7,0	7,4	
Inwestycje w kapitał obrotowy	-2,3	-2,7	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,3	-2,3	-2,2	
FCF	22	25	28	31	32	34	35	35	35	34	35
Dług / Kapitał własny	0%										
Stopa wolna od ryzyka	2,5%										
Premia rynkowa	6,0%										
Beta nielewarowana	1,0										
Koszt długu po podatku (%)	3,6%										
Koszt kapitału (%)	8,5%										
WACC (%)	8,5%										
Suma PV FCF 2019-28	197										
Stopa wzrostu FCF po '28	3,0%										
Zdyskontowana TV	281										
Dług netto	-11										
Udziały mniejszości	0										
Aktywa nieoperacyjne	0										
Wartość KW (mln PLN)	490										
Liczba akcji (mln)	28,4										
Wartość 1 akcji (PLN, 1/1/2019)	17,2										
Cena Docelowa (12m)	19,6										

Źródło: Trigon DM

PGS Software: analiza wrażliwości DCF

Terminalna Stopa wzrostu	WACC						
	5,5%	6,5%	7,5%	8,5%	9,5%	10,5%	11,5%
0,0%	24,6	20,7	17,8	15,7	13,9	12,6	11,4
1,0%	27,9	22,8	19,2	16,6	14,6	13,1	11,8
2,0%	33,1	25,8	21,1	17,9	15,5	13,7	12,3
3,0%	42,4	30,5	23,9	19,6	16,7	14,5	12,9
4,0%	64,3	39,0	28,2	22,1	18,3	15,6	13,6
5,0%	173,6	58,9	35,9	26,1	20,6	17,0	14,6
6,0%		158,4	54,1	33,1	24,1	19,1	15,9

Źródło: Trigon DM
PGS Software: analiza wrażliwości DCF w %

Terminalna Stopa wzrostu	WACC						
	5,5%	6,5%	7,5%	8,5%	9,5%	10,5%	11,5%
0,0%	25%	5%	-9%	-20%	-29%	-36%	-42%
1,0%	42%	16%	-2%	-15%	-25%	-33%	-40%
2,0%	68%	31%	8%	-9%	-21%	-30%	-37%
3,0%	116%	55%	22%	0%	-15%	-26%	-34%
4,0%	228%	99%	44%	13%	-7%	-21%	-31%
5,0%	784%	200%	83%	33%	5%	-13%	-26%
6,0%		707%	175%	69%	23%	-3%	-19%

Źródło: Trigon DM
Wycena porównawcza

Dla celów grupy porównawczej przyjmujemy trzy spółki, które charakteryzują się analogicznym modelem biznesowym co PGS Software. Z wyceny porównawczej wykluczaliśmy spółkę Luxoft, na którą zostało ogłoszone wezwanie przez DXC.

PGS Software: Wycena porównawcza

	M Cap (m EUR)	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			FCF Y		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
GLOBANT	3472	62,9	49,2	40,5	39,6	30,6	25,3	45,0	35,4	28,6	1,3	1,7	1,9
ENDAVA	1977	44,3	38,7	31,8	33,9	27,2	22,1	62,8	35,1	29,9	1,8	2,4	-
EPAM SYSTEMS	9515	45,5	37,8	31,1	29,2	23,8	19,3	32,3	25,4	19,9	2,2	2,9	4,2
Mediana		45,5	38,7	31,8	33,9	27,2	22,1	45,0	35,1	28,6	1,8	2,4	3,0
PGS Software	67	11,3	9,7	8,9	8,3	7,1	6,5	10,5	8,8	7,6	7,6	8,9	10,0
PGS Software wycena wynikowa		34,7	34,4	32,8	33,7	32,3	30,5	41,1	38,1	36,1	42,9	32,3	25,2
Wycena ze składnika (średnia roczna)			34,0			32,1			38,4			33,5	

Źródło: Bloomberg, Trigon DM
PGS Software: Zmiany wycen

Wycena/waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	19,6	100%	15,9	50%	23%
Wycena porównawcza	33,2	0%	26,1	50%	27%

Źródło: Trigon DM

Rachunek wyników (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	76	99	124	153	187	215
Koszty w ytworzenia	56	78	98	121	150	175
Zysk ze sprzedaży	20,2	21,5	25,9	31,7	36,9	40,3
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,3	-0,1	0,1	-0,8	-0,9	-1,1
EBITDA	21,0	23,0	27,7	33,0	38,5	42,1
EBITDA skor.	21,0	23,0	27,7	33,0	38,5	42,1
Amortyzacja	1,2	1,5	1,7	2,1	2,5	2,9
EBIT	19,9	21,4	26,0	30,9	36,0	39,2
Wynik na działalności finansowej	0,4	3,5	0,4	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	19,9	24,9	26,3	30,9	36,0	39,2
Podatek dochodowy	3,9	4,8	4,8	5,9	6,8	7,5
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	16,1	20,1	21,5	25,1	29,1	31,8
Zysk netto skor.	16,1	20,1	21,5	25,1	29,1	31,8

marża brutto ze sprzedaży	26,6%	21,7%	20,9%	20,7%	19,8%	18,8%
marża EBITDA skor.	27,6%	23,2%	22,4%	21,6%	20,6%	19,6%
marża EBIT	26,1%	21,6%	21,0%	20,2%	19,3%	18,3%
marża netto skor.	21,1%	20,3%	17,4%	16,4%	15,6%	14,8%

zmiana przychodów r./r.	33%	30%	25%	23%	22%	15%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	24%	6%	21%	22%	16%	9%
zmiana EBITDA skor. r./r.	22%	9%	21%	19%	17%	9%
zmiana EBIT r./r.	22%	8%	21%	19%	16%	9%
zmiana zysku netto skor. r./r.	17%	25%	7%	16%	16%	9%

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Przychody	27	25	27	30	32	35
Koszty w ytworzenia	19,5	22,3	22,4	23,4	24,5	27,8
Zysk ze sprzedaży	7,4	3,1	4,5	6,9	7,4	7,1
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	7,9	3,5	4,9	7,4	7,9	7,6
EBITDA skor.	7,9	3,5	4,9	7,4	7,9	7,6
Amortyzacja	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EBIT	7,5	3,0	4,5	6,9	7,5	7,1
Wynik na działalności finansowej	-0,7	1,4	0,1	-1,9	1,8	0,3
Zysk brutto	6,8	4,5	4,6	5,0	9,3	7,5
Podatek dochodowy	1,4	0,9	0,5	1,0	1,8	1,5
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	5,5	3,6	4,0	4,0	7,5	6,0
Zysk netto skor.	5,5	3,6	4,0	4,0	7,5	6,0

marża brutto ze sprzedaży	27,6%	12,4%	16,6%	22,8%	23,3%	20,4%
marża EBITDA skor.	29,4%	13,6%	18,3%	24,3%	24,7%	21,7%
marża EBIT	27,9%	12,0%	16,8%	22,9%	23,3%	20,4%
marża netto skor.	20,4%	14,1%	15,1%	13,4%	23,4%	17,0%

zmiana przychodów r./r.	14,4%	11,2%	33,1%	19,1%	37,4%	30,4%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	-49,4%	-34,0%	64,6%	0,5%	126,4%	61,9%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-45,9%	-30,4%	61,2%	-0,2%	119,0%	56,2%
zmiana EBIT r./r.	-49,8%	-32,8%	64,7%	-0,3%	134,7%	60,4%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-18,8%	-44,1%	6,0%	36,7%	65,9%	32,0%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	3	4	5	6	8	9
Rzeczowe aktywa trwałe	2	3	4	5	6	7
Wartości niematerialne i prawne	0	0	0	0	0	0
Wartość firmy	0	0	0	0	0	0
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	0	1	1	1	1	1
Aktywa obrotowe	25	30	35	58	65	70
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	13	15	20	25	31	35
Pozostałe	0	1	3	1	1	1
Gotówka	11	14	11	32	33	34
Aktywa	27	34	40	65	73	80
Kapitał własny	19	23	27	50	55	58
Kapitał zakładowy	1	1	1	1	1	1
Pozostałe	2	3	5	24	25	26
Zysk (strata) netto	16	20	22	25	29	32
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	0	1	1	1	1	1
Zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	0	1	1	1	1	1
Zobowiązania krótkoterminowe	8	9	10	13	16	18
Zobowiązania oprocentowane	1	0	1	0	0	0
Zobowiązania handlowe	3	4	5	0	0	0
Pozostałe	4	4	5	13	16	18
Pasywa	27	34	40	65	73	80
Kapitał obrotowy netto	11	11	15	25	31	35
Dług netto	-10	-14	-11	-32	-33	-34
Dług netto skor.	-10	-14	-11	-32	-33	-34
Dług netto/EBITDA (x)	-0,5	-0,6	-0,4	-1,0	-0,9	-0,8
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,5	-0,6	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6
ROE (%)	96%	96%	84%	65%	56%	56%
ROA (%)	67%	65%	58%	48%	42%	42%
Cykl konwersji gotówki (dni)	42	36	35	46	54	56
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	57	53	53	54	54	56
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	16	17	18	8	0	0

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy z działalności operacyjnej	17	19	18	25	29	33
Zysk (strata) netto	16	20	22	25	29	32
Amortyzacja	1	2	2	2	3	3
Zmiany w kapitale obrotowym	0	-1	-3	-2	-3	-2
Zmiana zapasów	0	0	0	0	0	0
Zmiana należności handlowych	-3	-2	-5	-5	-6	-5
Zmiana zobowiązań handlowych	3	1	2	2	3	2
Pozostałe	-1	-2	-1	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0	-2	-2	-3	-4	-4
CAPEX	-2	-3	-2	-3	-4	-4
Pozostałe	2	1	0	0	0	0
Przepływy z działalności finansowej	-12	-15	-18	-1	-24	-28
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	0	0	0	0	0	0
Wpływy z emisji akcji	0	0	0	0	0	0
Dywidenda	-12	-15	-18	-1	-23	-26
Pozostałe	0	-1	-1	0	-2	-2
Przepływ pieniężny netto	4	1	-2	21	1	0
Środki pieniężne na początek okresu	8	11	14	11	32	33
Środki pieniężne na koniec okresu	11	14	11	32	33	34

Źródło: Spółka, Trigon DM

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2

02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

<http://www.trigon.pl> | E: recepja@trigon.pl

Research:

Zbigniew Porczyk, CFA
Strategia, TMT, Wydobycie, Przemysł ciężki

Grzegorz Kujawski
Handel detaliczny, Transport, Przemysł, Finanse

Kacper Koproń
Gry komputerowe, TMT

Katarzyna Kosiorek
Biotechnologia

Michał Kozak
Paliwa, Chemia

Maciej Marcinowski
Strategia, Banki, Finanse, Przemysł drzewny

Łukasz Rudnik
Automotive, Przemysł metalowy, Przemysł spożywczy

David Sharma

Martyna Szymczykowski

Sales:

Paweł Szczepański

Paweł Czupryński

Sebastian Kosakowski

Artur Pałka

Michał Sopiński

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument poczyniony od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom

mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektyw Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).*

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF – cash flow, przepływy pieniężne
capex – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – PGS Software S.A.
KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%
TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%
SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.
Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.
Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.
Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania.
Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.
Dokument sporządził Zbigniew Porczyk

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto metodę DCF.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktem interesów znajdują się na stronie www.trigon.pl.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody GPW.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu. Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 16 lipca 2019 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 16 lipca 2019 r. godz.: 14:30.