

piątek, 15 września 2023 | aktualizacja raportu

Sygnity: sprzedaż (podtrzymana)

SGN.PW; SGN.WA | IT, Polska

Nowe kontrakty, ale obecny poziom mnożników wciąż nieuzasadniony

Notowania Sygnity w ciągu ostatnich pięciu miesięcy spadły o 13,0% i tym samym były gorsze od indeksu WIG o 22,6 pp. W międzyczasie spółka poinformowała o nowych kontraktach dla administracji publicznej: dla Ministerstwa Rodziny i Polityki Społecznej oraz dla Narodowego Banku Polskiego. Ze względu na nową kontrakcję zakładamy wzrost obrotów w roku fiskalnym 2023/24 o 6,8% R/R. Jednak z drugiej strony jesteśmy zmuszeni obniżyć prognozy przychodów na ten rok: o 4% w dół. W ten sposób, nawet zakładając utrzymanie się wysokiej rentowności zysku brutto ze sprzedaży w kolejnych latach, nasze prognozy na linii EBITDA uległy obniżeniu o 6-10% w dół. Aktualizujemy nasz model wyceny o nowy poziom wskaźników dla spółek porównywalnych i nową (niższą) ścieżkę RFR. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 21,60 PLN, co implikuje duży, 34%-owy potencjał spadku. Stąd, podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne sprzedaż dla walorów Sygnity. Spółka jest notowana obecnie na EV/EBITDA'24 i P/E'24 na poziomie odpowiednio 15,9x i 25,3x, co implikuje odpowiednio 101% i 88% premii do grupy porównawczej. Nie znajdujemy uzasadnienia dla tak dużej różnicy w fundamentach spółki.

Nowe kontrakty

Sygnity w ostatnich tygodniach poinformowało o podpisaniu dwóch dużych umów. Pierwsza z sierpnia'23 – z Ministerstwem Rodziny i Polityki Społecznej na rozwój oprogramowania SyriuszStd, wsparcie użytkowników systemu oraz usuwanie awarii i błędów oprogramowania SyriuszStd. Z tytułu umowy Sygnity otrzyma łączne maksymalne wynagrodzenie brutto do ok. 45,7 mln PLN. Z kolei w lipcu'23 spółka zawarła aneks do umowy z Narodowym Bankiem Polskim na świadczenie usług serwisowych oraz rozwojowych dla Podsystemów Zintegrowanego Systemu Księgowego NBP. Na jego podstawie łączne wynagrodzenie Sygnity zostało zwiększone o 18 mln PLN brutto. Stąd, maksymalne wynagrodzenie Sygnity z tytułu realizacji umowy nie przekroczy kwoty ok. 98,9 mln PLN brutto.

Prognoza na 4Q'2022/23

Wyniki za 3Q'22/23 wypadły lekko powyżej naszych oczekiwań. Sygnity wykazało jednak wysoką marżę brutto na sprzedaży (31,7% po wzroście R/R o 1,3 pp). W kalendarzowym 3Q'23 (fiskalnym 4Q'22/23) zakładamy, że Sygnity wygeneruje przychody na poziomie 53,7 mln PLN (+4,0% R/R). Marżę zysku brutto szacujemy na 31,2%. Koszty SG&A powinny znacznie wzrosnąć R/R – do poziomu 11,1 mln PLN. Stąd zakładamy, że w 4Q'2022/23 EBIT wyniesie 5,7 mln PLN, to jest 24% więcej R/R. Koszty finansowe netto zakładamy na 0,0 mln PLN, efektywną stopę podatkową na 19,0%.

(mln PLN)	20/21	21/22	22/23P	23/24P	24/25P
przychody	204,1	211,6	219,9	234,9	251,3
EBITDA	61,0	36,2	42,2	44,9	50,0
marża EBITDA	29,9%	17,1%	19,2%	19,1%	19,9%
EBIT	49,2	25,4	31,9	34,4	39,3
zysk netto	46,6	27,0	25,3	29,5	33,0
P/E	16,0	27,7	29,5	25,3	22,6
P/CE	12,8	19,8	21,0	18,7	17,1
P/BV	5,3	4,4	3,8	3,3	2,9
EV/EBITDA	12,9	21,0	17,5	15,9	13,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

cena bieżąca*	32,80 PLN
cena docelowa	21,60 PLN
kapitalizacja	746 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,2 mln PLN

*Cena na 14.09.2023 r., godz. 17.00

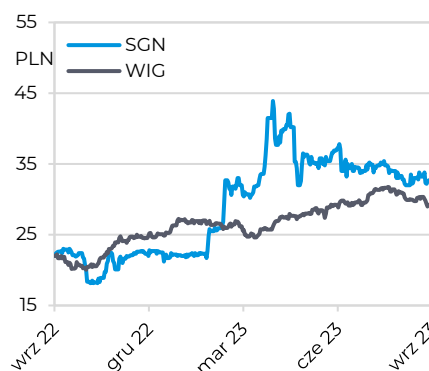
Struktura akcjonariatu

TSS Europe B.V.	72,68%
Blacksheep Fund Management Ltd.	6,67%
Barca Global Master Fund LP	5,46%
pozostali akcjonariusze	15,19%

Profil spółki

Sygnity zajmuje się tworzeniem oprogramowania oraz doradztwem w zakresie IT dla różnych sektorów gospodarki w Polsce. Obecnie grupa Sygnity generuje ok. 220 mln PLN przychodów. Sygnity ma siedzibę w Warszawie, realizuje sprzedaż w większości (>95%) na terenie Polski.

Kurs akcji SGN na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Sygnity	21,60	20,70	sprzedaj	sprzedaj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Sygnity	32,80	21,60	-34,2%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		22/23P	23/24P	24/25P
przychody ze sprzedaży		-4,5%	-3,1%	-2,6%
EBITDA		-9,5%	-7,8%	-6,2%
zysk netto		-6,1%	-0,5%	+0,9%

Analitik:

Paweł Szpigiel
Ekspert ds. analiz
+48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl

Czynniki ryzyka

Ryzyko M&A

Jednym z trzech filarów nowej strategii Sygnity jest wzrost poprzez akwizycje. Pociąga to za sobą sporo ryzyka, zarówno na etapie przeprowadzania transakcji, jak i realizacji zaplanowanych synergii. Sygnity zakłada w strategii docelowo 3 do 5 transakcji przejęć spółek software rocznie. Jak na sektor IT to bardzo duża ilość transakcji jednocześnie. Ryzyko niepowodzenia któreś z nich jest przez to naszym zdaniem nawet większe.

Ryzyko odpisu wartości firmy

Na koniec czerwca'23 Sygnity wykazało wartość firmy w kwocie 157,2 mln PLN (> połowa sumy bilansowej). W przypadku pogorszenia się sytuacji finansowej spółki, istnieje ryzyko odpisu wartości firmy, co może doprowadzić do złamania kowenantów kredytowych.

Brak dywidendy

Pomimo, że Sygnity ma stan gotówki netto, to spółka ma dość niską bazę aktywów, co związane jest z mocno ograniczonymi wydatkami na cele inwestycyjne w ostatnich latach. Sądzymy, że spółka będzie odtwarzać bazę aktywów i koncentrować się na zdobywaniu nowych kontaktów, co może pociągnąć za sobą negatywne zmiany na kapitale obrotowym. Stąd, zwracamy uwagę, że spółka może nie wypłacać istotnej dywidendy w średnim terminie, pomimo generowania dość wysokich przepływów z działalności operacyjnej.

Ryzyko uzależnienia od dostawców rozwiązań

Sygnity współpracuje blisko z globalnymi producentami IT. W oparciu o ich rozwiązania jako lokalny partner, Sygnity implementowało systemy informatyczne, świadcząc jednocześnie dodatkowe usług z zakresu serwisu, szkoleń, rozbudowy oraz aktualizacji oprogramowania. Sygnity ponosi ryzyko, że kluczowi dostawcy przeformułują swoje strategie we współpracy z lokalnymi partnerami (np. będą starać się zacieśnić współpracę tylko z jednym wybranym partnerem lub sami rozpoczną oferowanie usług implementacji swoich produktów), co może mieć niekorzystny wpływ na przychody spółki.

Ryzyko wzrostu kosztów pracy

Gros kosztów operacyjnych Sygnity to świadczenia pracownicze. Szacuje się, że podobnie jak w ostatnich latach, inflacja wynagrodzeń w branży IT, pomimo pandemii COVID-19, była wysoka. Według szacunków No Fluff Jobs, w ogłoszeniach dla najbardziej doświadczonych, mediana widełek wynagrodzenia za 2022 rok wyniosła 18-25 tys. PLN netto, tj. + 19% R/R. Wynagrodzenia juniorów dla porównania w ciągu roku wzrosły do 6-9,5 tys. PLN netto (+ 8% R/R).

Ryzyko roszczeń w zawieranych umowach

Sygnity zawiera w swoich umowach (standard rynkowy) klauzule dot. niewłaściwego wykonania. Istnieje ryzyko, że kontrahenci skorzystają z udzielonych im gwarancji dobrego wykonania lub przysługujących im kar umownych. Na koniec czerwca'23 Sygnity zaraportowało z tytułu wystawionych gwarancji należytego wykonania umów i usuwania wad i usterek kwotę 11,5 mln PLN. Kwota ta jest raportowana jako zobowiązanie warunkowe, poza bilansem.

Ryzyko związane z dużymi kontraktami dla administracji publicznej

Wysoka konkurencja w sektorze usług IT dla polskiej administracji publicznej stanowi ryzyko dla Sygnity. Przy dużych przetargach decydującym parametrem jest cena. Zdobywanie wielkiego kontaktu wymaga często zakontraktowania podwykonawców, co pociąga za sobą ryzyka. Istnieje także pokusa niedoszacowania kosztów by wygrać postępowanie przetargowe. Przykładem jest tutaj kontrakt ePodatki, wygrany przez Sygnity w 2013 roku.

Ryzyko związane z wyceną kontraktów długoterminowych

Wycena kontraktów długoterminowych oraz ich realizacja jest uzależniona od wielu czynników, także zewnętrznych. W przypadku długoterminowych kontraktów, prognoza finansowa osiągniętych przychodów, kosztów i zysków w momencie rozpoczęcia prac może nie pokrywać się z faktycznymi wynikami generowanymi w trakcie ich realizacji, co może skutkować powstaniem rezerw, korekt oraz odpisów (najczęściej występuje ryzyko niedoszacowania kosztów w kontraktach). W skrajnych przypadkach może nawet dojść do naruszenia wskaźników finansowych.

Ryzyko walutowe

W Sygnity występuje ryzyko walutowe na parach walutowych: USD/PLN i EUR/PLN, po stronie przychodowej oraz kosztowej. Aktywa i zobowiązania wyrażone w walutach obcych to wyłącznie należności handlowe oraz zobowiązania handlowe denominowane w EUR, USD lub innych walutach.

Ryzyko związane z przetargiem dla Poczty Polskiej

W czerwcu 2019 roku Centralne Biuro Antykorupcyjne w związku z prowadzonym śledztwem przeciwko osobom fizycznym w sprawie nieprawidłowości przy zakupach informatycznych dla Poczty Polskiej, zwróciło się do Sygnity o wydanie przedmiotów i dokumentacji mogących stanowić dowód w prowadzonym postępowaniu. Spółka przekazała dokumentację. Zatrzymano ówczesnego prezesa zarządu i przewodniczącego rady nadzorczej. Nie mamy odpowiedniej wiedzy do oceny czy obecnie prowadzone postępowanie przez prokuraturę nie będzie mieć wpływu na działalność operacyjną Sygnity.

Wycena

Wartość spółki Sygnity szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 12 miesięcy wynosi 21,60 PLN

Podsumowanie wyceny spółki

(PLN)	waga	cena
wycena porównawcza	50%	17,30
wycena DCF	50%	22,71
	cena wynikowa	20,01
	cena docelowa za 12 m-cy	21,60

Źródło: mBank

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E z równymi wagami. Dla lat 2023, 2024 i 2025 przyjmujemy równe wagi. W Sygnity dla powyższych lat stosujemy zyski z okresów 2022/23, 2023/24 oraz 2024/25 odpowiednio.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Sap	16,7	14,4	13,0	24,4	20,5	17,4
Oracle	14,9	14,3	12,9	21,8	19,7	17,7
Cap Gemini	9,6	8,9	8,2	14,5	13,2	12,0
Sage Group	22,2	19,8	17,6	33,2	29,6	26,3
Atos	5,2	4,5	3,5	6,9	3,0	1,9
Software AG	16,4	13,2	11,2	25,5	20,2	17,0
Indra Sistemas	6,2	5,8	5,5	11,6	10,8	10,0
Computacenter	7,4	6,9	6,6	14,4	13,7	13,0
Asseco Poland	4,1	3,9	3,7	12,4	11,6	11,1
Comarch	4,3	3,9	3,6	12,9	11,1	10,3
maksimum	22,2	19,8	17,6	33,2	29,6	26,3
minimum	4,1	3,9	3,5	6,9	3,0	1,9
mediana	8,5	7,9	7,4	14,4	13,5	12,5
Sygnity*	17,5	15,9	13,7	29,5	25,3	22,6
premia (dyskonto)	106,3%	100,8%	85,3%	104,1%	88,1%	80,7%
Implikowana wycena						
wycena 1 akcji (PLN)	16,08	17,07	18,97	16,07	17,44	18,15
waga wskaźnika		50%			50%	
waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
wartość firmy na akcję (PLN)	17,30					

Źródło: mBank; * okresy odpowiednio: 2022/23, 2023/24, 2024/25;

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Sygnity w latach 2022/23-2031/32.
- W okresie rezydualnym zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 4,5%.

- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wynosi 2,0%.
- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan długu netto na koniec fiskalnego 2021/22 ex. MSSF16.
- Wartość amortyzacji w okresie rezydualnym jest równa sumie nakładów inwestycyjnych.

Model DCF

(mIn PLN)	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P	27/28P	28/29P	29/30P	30/31P	31/32P	31/32+
przychody	219,9	234,9	251,3	267,7	285,0	303,1	322,2	342,1	363,0	384,8	
zmiana r/r	3,9%	6,8%	7,0%	6,5%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	
EBIT	31,9	34,4	39,3	43,9	48,7	53,9	59,4	65,2	71,3	77,8	
marża EBIT	14,5%	14,7%	15,6%	16,4%	17,1%	17,8%	18,4%	19,1%	19,6%	20,2%	
opodatkowanie EBIT	6,1	6,5	7,5	8,3	9,3	10,2	11,3	12,4	13,6	14,8	
efektywna st. podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	25,9	27,9	31,8	35,5	39,5	43,7	48,1	52,8	57,8	63,0	
amortyzacja	3,0	3,2	3,4	3,7	3,9	4,2	4,4	4,7	5,0	5,3	
CAPEX	-5,5	-5,6	-5,7	-5,8	-5,8	-5,9	-6,0	-4,7	-5,0	-5,3	
kapitał obrotowy i pozostałe	-3,1	-1,4	-1,6	-1,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
FCF	20,3	24,1	28,0	31,6	37,4	41,8	46,4	52,7	57,6	62,9	64,2
WACC	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
współczynnik dyskonta	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	
PV FCF	19,8	21,2	22,2	22,6	24,0	24,1	24,0	24,3	23,8	23,2	
WACC	10,6%	10,9%	10,9%	11,1%	11,3%	11,2%	11,5%	11,9%	11,9%	11,8%	10,2%
koszt długu	5,9%	6,3%	6,2%	6,4%	6,6%	6,6%	6,9%	7,3%	7,3%	7,1%	5,5%
stopa wolna od ryzyka	4,9%	5,3%	5,2%	5,4%	5,6%	5,6%	5,9%	6,3%	6,3%	6,1%	4,5%
premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
efektywna st. podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
koszt kapitału własnego	10,6%	10,9%	10,9%	11,1%	11,3%	11,2%	11,5%	11,9%	11,9%	11,8%	10,2%
premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	785,8
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	290,3
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	229,2
Wartość firmy (EV)	519,5
Skor. dług netto (koniec 2021/22)	2,6
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	517,0
Liczba akcji (mln)	22,8
Wartość firmy na akcję (PLN)	22,7
12-to miesięczny koszt kapitału własnego	7,9%
Cena docelowa (PLN)	24,5

EV/EBITDA ('23) dla ceny docelowej	12,3
P/E ('23) dla ceny docelowej	20,4
Udział TV w EV	55,9%

Źródło: mBank

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
RFR w okresie rez. +1,0 p.p.	21,70	22,30	22,99	23,76	24,62
RFR w okresie rez. 0,5 p.p.	22,24	22,93	23,69	24,56	25,53
RFR w okresie rez. (g =4,5%)	22,87	23,63	24,53	25,46	26,56
RFR w okresie rez.-0,5 p.p.	23,57	24,42	25,39	26,48	27,75
RFR w okresie rez.-1,0 p.p.	24,35	25,31	26,41	27,67	29,13

Nowe kontrakty

Sygnity w ostatnich tygodniach poinformowało o podpisaniu dwóch dużych umów:

- (1) w sierpniu Sygnity zawarło umowę z Ministerstwem Rodziny i Polityki Społecznej na rozwój oprogramowania SyriuszStd, wsparcie użytkowników systemu oraz usuwanie awarii i błędów oprogramowania SyriuszStd. Umowa została zawarta na 24 miesiące dla oprogramowania SyriuszStd oraz kolejne 12 miesięcy w zakresie rozwoju, wsparcia użytkowników, administrowania oraz usuwania awarii i błędów jednego z komponentów oprogramowania. Z tytułu umowy Sygnity otrzyma łączne maksymalne wynagrodzenie brutto do ok. 45,7 mln PLN.
- (2) Z kolei w lipcu spółka zawarła aneks do umowy z Narodowym Bankiem Polskim na świadczenie usług serwisowych oraz rozwojowych dla Podsystemów Zintegrowanego Systemu Księgowego NBP. Na jego podstawie łączne wynagrodzenie Sygnity zostało zwiększone o 18 mln PLN brutto. Stąd, maksymalne wynagrodzenie Sygnity z tytułu realizacji umowy nie przekroczy kwoty ok. 98,9 mln PLN brutto.

Korekta prognoz

Nowe kontrakty oceniamy pozytywnie, jednak na rok fiskalny 2022/23 jesteśmy i tak zmuszeni obniżyć prognozę przychodów o ok. 4%. Pomimo, że wyniki kalendarzowego 4Q'22 miały charakter częściowo jednorazowy, obniżamy prognozy wyniku EBITDA o blisko 10%. Z/w na stan gotówki netto i wysokie stopy procentowe prognoza wyniku netto nie uległa dużym zmianom. W tabeli poniżej przedstawiamy szczegóły korekty prognoz:

Zmiana prognoz mBanku

nowe	2022/23P	2023/24P	2024/25P
przychody	219,9	234,9	251,3
EBITDA	42,2	44,9	50,0
zysk netto	25,4	29,6	33,1

stare	2022/23P	2023/24P	2024/25P
przychody	230,2	242,5	258,0
EBITDA	46,7	48,7	53,4
zysk netto	27,0	29,6	32,7

zmiana	2022/23P	2023/24P	2024/25P
przychody	-4,5%	-3,1%	-2,6%
EBITDA	-9,5%	-7,8%	-6,2%
zysk netto	-5,8%	-0,2%	1,2%

Źródło: mBank

Prognoza wyników na 4Q'2022/23

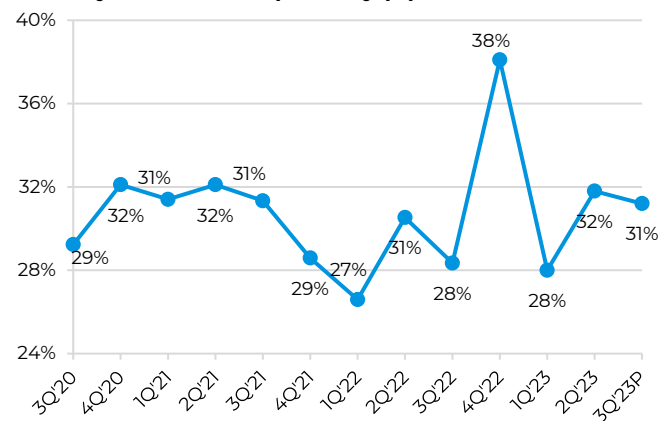
Wyniki za 3Q'22/23 wypadły lekko powyżej naszych oczekiwań. Sygnity wykazało jednak wysoką marżę brutto na sprzedaży (31,7% po wzroście R/R o 1,3 pp). W kalendarzowym 3Q'23 (fiskalnym 4Q'22/23) zakładamy, że Sygnity wygeneruje przychody na poziomie 53,7 mln PLN (+4,0% R/R). Marżę zysku brutto szacujemy na 31,2%. Koszty SG&A powinny znacznie wzrosnąć R/R – do poziomu 11,1 mln PLN. Stąd zakładamy, że w 4Q'2022/23 EBIT wyniesie 5,7 mln PLN, to jest 24% więcej R/R. Koszty finansowe netto zakładamy na 0,0 mln PLN, efektywną stopę podatkową na 19,0%.

Wyniki za kalendarzowy 4Q'22/23 - prognoza

(mln PLN)	4Q'22/23P	4Q'21/22P	R/R
przychody	53,7	51,7	4,0%
EBITDA	8,3	7,3	13,5%
marża	15,4%	14,1%	-
EBIT	5,7	4,6	24,4%
zysk brutto	5,7	3,1	81,0%
zysk netto	4,6	4,4	4,6%

Źródło: mBank

Marża zysku brutto ze sprzedaży (%)



Źródło: Sygnity, mBank, okresy - kwartały kalendarzowe

RZiS

(mIn PLN)	20/21	21/22	22/23P	23/24P	24/25P
przychody	204,1	211,6	219,9	234,9	251,3
R/R	-11,3%	3,7%	3,9%	6,8%	7,0%
COGS	-139,3	-151,2	-148,4	-159,7	-170,1
zysk brutto na sprzedaży	64,8	60,4	71,5	75,2	81,2
pozostałe przychody operacyjne	15,5	1,2	1,2	0,0	0,0
koszty sprzedaży i marketingu	-6,7	-6,8	-6,7	-7,0	-7,4
koszty ogólnego zarządu	-23,9	-29,2	-33,8	-33,8	-34,5
pozostałe koszty operacyjne	-0,6	-0,2	-0,2	0,0	0,0
EBIT	49,2	25,4	31,9	34,4	39,3
marża	24,1%	12,0%	14,5%	14,7%	15,6%
amortyzacja	11,8	10,8	10,3	10,5	10,7
EBITDA	61,0	36,2	42,2	44,9	50,0
dział. finansowa	3,2	-2,4	-0,5	1,6	1,6
zysk brutto	52,3	23,0	31,4	36,0	40,8
marża	25,6%	10,9%	14,3%	15,3%	16,2%
podatek	-5,8	4,0	-6,1	-6,5	-7,8
dział. zaniechana	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zysk netto	46,6	27,0	25,3	29,5	33,0

Bilans

(mIn PLN)	20/21	21/22	22/23P	23/24P	24/25P
aktywa trwałe	188,9	188,7	191,2	193,6	195,9
rzeczowe	2,3	3,5	3,5	3,5	3,5
niematerialne	4,2	7,6	10,1	12,5	14,8
goodwill	157,2	157,2	157,2	157,2	157,2
aktywa obrot.	90,2	93,9	119,3	149,0	182,6
zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
należności	39,5	29,4	35,1	39,1	43,6
gotówka	24,8	34,5	54,3	79,9	109,1
kapitały wł.	141,6	169,2	194,5	224,0	257,1
mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zob. długo.	48,8	28,0	28,0	28,0	28,0
kredyty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
obligacje	36,0	18,3	18,3	18,3	18,3
zob. krótko.	88,7	85,4	88,0	90,6	93,4
kredyty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
obligacje	18,1	18,8	18,8	18,8	18,8
zob. handlowe i pozostałe	35,3	35,7	38,3	40,9	43,8
dług netto	42,5	11,8	-7,9	-33,6	-62,8
DN/EBITDA	0,7	0,3	-0,2	-0,7	-1,3

Źródło: mBank

Rachunek CF

(mIn PLN)	20/21	21/22	22/23P	23/24P	24/25P
CF oper.	20,2	44,7	37,2	41,2	44,8
kapitał obrot.	-24,3	13,2	-3,1	-1,4	-1,6
CF inw.	-2,0	-8,1	-5,5	-5,6	-5,7
CAPEX	-0,4	-0,3	-5,5	-5,6	-5,7
CF fin.	-30,8	-25,9	-12,0	-9,9	-9,9
zmiana długu	22,5	-17,0	0,0	0,0	0,0
CF	-12,6	10,7	19,7	25,7	29,2
CFO/EBITDA	33,1%	123,6%	88,2%	91,7%	89,6%
FCFF	9,6	28,3	24,4	28,3	31,8
FCFF/EV	1,2%	3,7%	3,3%	4,0%	4,7%
FCFE	8,5	27,7	19,7	25,7	29,2
FCFE/MCAP	1,1%	3,7%	2,6%	3,4%	3,9%
ROIC	21,6%	11,3%	14,1%	14,8%	16,5%
ROCE	25,8%	13,1%	15,2%	14,5%	14,6%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
wsk. wypłaty	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki

	20/21	21/22	22/23P	23/24P	24/25P
P/E	16,0	27,7	29,5	25,3	22,6
P/CE	12,8	19,8	21,0	18,7	17,1
EV/EBITDA	12,9	21,0	17,5	15,9	13,7
EV/EBIT	16,0	29,8	23,1	20,7	17,4
P/S	3,7	3,5	3,4	3,2	3,0
P/BV	5,3	4,4	3,8	3,3	2,9
P/FCFE	87,9	26,9	37,8	29,1	25,6
marża EBITDA	29,9%	17,1%	19,2%	19,1%	19,9%
zm. EBITDA r/r	15,0%	-40,7%	16,8%	6,4%	11,4%
marża netto	22,8%	12,7%	11,5%	12,5%	13,2%
zm. netto r/r	59,4%	-42,1%	-6,0%	16,4%	12,1%
cena (PLN)	32,80	32,80	32,80	32,80	32,80
l. akcji (mln)	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
MCap	746,5	746,5	746,5	746,5	746,5
EV	789,0	758,3	738,6	712,9	683,7

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing)

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 12 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od 0% do +10%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 12 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 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 spółki Sygnity. 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

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które 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 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, Comprenum, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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.

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. 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.

mBank S.A. pełni funkcję sponsora emisji na rzecz emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

mBank S.A. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzanie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 15 września 2023 o godzinie 07:57.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 15 września 2023 o godzinie 08:35.

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 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: <https://mdm.pl/bm/analizy>.

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 Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branż 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 Sygnity wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**Sygnity (Paweł Szpigiel)**

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2023-04-26	2022-12-01	2022-10-18
cena docelowa (PLN)	20,70	13,70	13,30
kurs z dnia rekomendacji	40,50	22,30	18,15



mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 667 770 837
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski
+48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Mateusz Krupa, CFA
+48 571 608 973
mateusz.krupa@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk, CFA
+48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA
+48 510 929 021
beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl
biotechnologia, healthcare

Paweł Szpigiel
+48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta
+48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Konrad Anuszkiewicz, CFA
+48 510 478 019
konrad.anuszkiewicz@mbank.pl
przemysł, surowce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 698 832 853
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Kowalczyk
+48 601 053 470
andrzej.kowalczyk@mbank.pl

Karol Kułaj
+48 509 602 984
karol.kulaj@mbank.pl

Paweł Cyłkowski
+48 503 684 130
pawel.cylkowski@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 605 848 003
andrzej.sychowski@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 512 756 702
piotr.brozyna@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 696 427 249
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Maciej Sokołowski
dyrektor
maciej.sokolowski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl