

środa, 26 kwietnia 2023 | aktualizacja raportu

## Sygnity: sprzedaż (podtrzymana)

SGN.PW; SGN.WA | IT, Polska

### Nowa strategia racjonalna, ale wygórowany poziom mnożników

Notowania Sygnity poszybowały w ciągu ostatniego roku o ponad 240%, kiedy to indeks WIG wzrósł zaledwie o niespełna 5%. Nie znajdujemy uzasadnienia takiego stanu rzeczy w fundamentach spółki. Sygnity przedstawiło nową strategię, opartą na trzech filarach. Strategia zakłada poprawę rentowności w długim okresie, co częściowo uwzględniliśmy w naszym modelu finansowych (marża EBIT umacnia się z 12,0% w 2021/22 do 19,5% w okresie rezydualnym). W scenariuszu bazowym przyjmujemy średni jednocyfrowy wzrost przychodów w kolejnych latach (CAGR 2022-25 = 7%), licząc na poprawę poziomu cen oraz nową kontraktację. Z drugiej strony, zapowiadane wyjście z mało rentownych kontaktów będzie negatywnie działać na rozwój przychodów, a pomimo chłodniejszych warunków makroekonomicznych presja na płace w sektorze IT pozostaje wysoka. Prognozę wyniku EBITDA na 2022/23 i kolejny rok podnosimy odpowiednio do 47/49 mln PLN, tj. o 11% w obu latach. Sygnity jest notowane na EV/EBITDA'23/'24 na poziomach 19,5x/18,1x, tj. z >125% premią do peer grupy. Poziom wskaźników jest naszym zdaniem mocno przesadzony; de facto jest istotnie wyższy niż dla Asseco Poland czy Comarch. Obie spółki są (także ze względu na wielkość i płynność) ciekawszymi typami inwestycyjnymi przy obecnym poziomie notowań. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaż. Nową cenę docelową wyznaczamy na 20,70 PLN, co implikuje 49% potencjał spadku.

### Nowa strategia i jej wpływ na wyniki

Sygnity zaprezentowało nową strategię rozwoju. Strategia jest oparta na trzech filarach. Spółka chce przede wszystkim poprawić obecny biznes poprzez rewizję polityki cenowej do obecnych warunków rynkowych oraz zakończenie nierentownych projektów (dla przykładu wskazano, że spółka nie będzie kontynuować flagowego projektu ePodatki). Pozostałe dwa filary strategii to: wzrost organiczny oraz akwizycje. Plany Sygnity oceniamy jako racjonalne, jednak dość ogólne. Sygnity nie wskazało precyzyjnie obszaru, na którym chce się skupić, nie wskazało też na nowych zainteresowanych klientów. Trudno na tym etapie zakładać istotny wzrost wyników finansowych w średnim terminie.

### Strategia M&A

Sygnity poinformowało o powołaniu dedykowanego zespołu ds. przejęć i zapowiedziało aktywne podejście w tym obszarze. Obecna sytuacja bilansowa (dług netto/EBITDA = 0,3x na koniec 2021/22) pozwala naszym zdaniem na realizację przejęć (o skali nawet >150 mln PLN). Same procesy budzą jednak sporo ryzyka. Preferowalibyśmy organiczny wzrost spółki. Pojawia się pytanie o poziom wskaźników potencjalnych celi inwestycyjnych. Sygnity chce kupować spółki z gotowymi produktami, sprawdzonym modelem biznesowym i powtarzalną bazą przychodów. Naszym zdaniem poziom wskaźników w takiej grupie podmiotów będzie dość wysoki.

(mln PLN)	20/21	21/22	22/23P	23/24P	24/25P
przychody	204,1	211,6	230,2	242,5	258,0
EBITDA	61,0	36,2	46,7	48,7	53,4
marża EBITDA	29,9%	17,1%	20,3%	20,1%	20,7%
EBIT	49,2	25,4	34,8	36,6	41,0
zysk netto	46,6	27,0	27,0	29,6	32,7
P/E	19,8	34,2	34,2	31,1	28,2
P/CE	15,8	24,4	23,7	22,1	20,4
P/BV	6,5	5,4	4,7	4,1	3,6
EV/EBITDA	15,8	25,8	19,5	18,1	16,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

cena bieżąca*	40,50 PLN
cena docelowa	20,70 PLN
kapitalizacja	922 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,3 mln PLN

\*Ceny na 25.04.2023 r., godz. 17.00

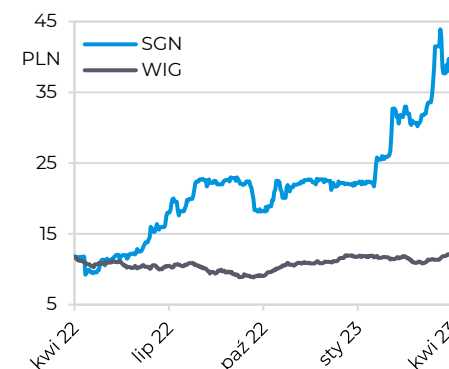
### Struktura akcjonariatu

TSS Europe B.V.	72,68%
NN PTE	10,67%
pozostali akcjonariusze	16,65%

### Profil spółki

Sygnity zajmuje się tworzeniem oprogramowania oraz doradztwem w zakresie IT dla różnych sektorów gospodarki w Polsce. Obecnie grupa Sygnity generuje ok. 215 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	20,70	13,70	sprzedaż	sprzedaż
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Sygnity	40,50	20,70	-48,9%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		22/23P	23/24P	24/25P
przychody ze sprzedaży		+0,4%	+0,9%	+2,4%
EBITDA		+11,3%	+11,3%	+17,4%
zysk netto		+6,2%	+12,0%	+19,9%

### 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'22 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 dość niski poziom długu netto (wg MSSF16 wyniósł on na koniec roku 2021/22 12 mln PLN, tj. 0,3x EBITDA), to spółka ma dość niską bazę aktywów, co związane jest z mocno ograniczonymi wydatkami na cele inwestycyjne w ostatnich latach. Sądzymy, że spółka po okresie restrukturyzacji 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 usługi 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 grudnia'22 Sygnity zaraportowało z tytułu wystawionych gwarancji należytego wykonania umów i usuwania wad i usterek kwotę 14,5 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 9 miesięcy wynosi 20,70 PLN

### Podsumowanie wyceny spółki

(PLN)	waga	cena
wycena porównawcza	50%	18,07
wycena DCF	50%	19,95
	cena wynikowa	19,01
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>20,70</b>

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. Rezygnujemy z dyskonta 15% ze względu na wolniejsze tempo wzrostu wyników w Sygnity.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Sap	23,1	19,7	17,1	16,4	14,6	13,0
Oracle	18,9	17,2	15,1	13,2	12,1	11,1
Cap Gemini	14,3	12,9	11,4	8,7	8,0	7,3
Sage Group	27,1	24,5	21,7	18,0	16,6	14,9
Atos	6,1	4,2	3,0	4,0	3,6	3,0
Software AG	22,5	18,8	15,8	13,4	11,6	9,9
Indra Sistemas	11,1	10,0	9,3	6,6	6,1	5,8
Computacenter	16,0	14,0	12,4	12,0	11,0	10,1
Asseco Poland	13,2	12,7	12,0	6,6	6,2	6,0
Comarch	13,3	12,8	12,5	4,1	3,9	3,7
<b>maksimum</b>	27,1	24,5	21,7	18,0	16,6	14,9
<b>minimum</b>	6,1	4,2	3,0	4,0	3,6	3,0
<b>mediana</b>	14,3	12,9	12,4	8,7	8,0	7,3
Sygnity*	34,2	31,1	28,2	19,5	18,1	16,0
premia (dyskonto)	139,7%	141,1%	127,4%	125,3%	127,1%	118,9%
<b>Implikowana wycena</b>						
wycena 1 akcji (PLN)	16,89	16,59	17,81	18,24	18,77	20,14
waga wskaźnika		50%			50%	
waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>18,07</b>					

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 4,50%.

- 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+
<b>EBIT</b>	<b>34,8</b>	<b>36,6</b>	<b>41,0</b>	<b>45,1</b>	<b>49,6</b>	<b>54,3</b>	<b>59,3</b>	<b>64,5</b>	<b>70,1</b>	<b>76,0</b>	
marża EBIT	15,1%	15,1%	15,9%	16,5%	17,0%	17,6%	18,1%	18,6%	19,1%	19,5%	
opodatkowanie EBIT	6,6	7,0	7,8	8,6	9,4	10,3	11,3	12,3	13,3	14,4	
efektywna st. podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
<b>NOPLAT</b>	<b>28,2</b>	<b>29,7</b>	<b>33,2</b>	<b>36,6</b>	<b>40,2</b>	<b>44,0</b>	<b>48,0</b>	<b>52,3</b>	<b>56,8</b>	<b>61,5</b>	
amortyzacja	4,6	4,8	5,1	5,4	5,8	6,1	6,5	6,9	7,3	7,7	
CAPEX	-5,8	-5,8	-5,9	-5,9	-6,0	-6,0	-6,1	-6,9	-7,3	-7,7	
kapitał obrotowy i pozostałe	-2,9	-1,5	-1,6	-1,9	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
FCF	24,1	27,2	30,8	34,2	39,9	44,0	48,3	52,2	56,7	61,4	62,6
WACC	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
współczynnik dyskonta	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	
PV FCF	22,3	22,4	22,5	22,3	23,0	22,6	22,1	21,2	20,5	19,7	
WACC	11,9%	12,4%	12,5%	12,6%	12,5%	12,6%	12,4%	12,3%	12,3%	12,7%	10,5%
koszt długu	6,9%	7,4%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,4%	7,4%	7,4%	7,8%	5,5%
stopa wolna od ryzyka	5,9%	6,4%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,4%	6,4%	6,4%	6,8%	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	11,9%	12,4%	12,5%	12,6%	12,5%	12,6%	12,4%	12,3%	12,3%	12,7%	10,5%
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)	741,4
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	238,0
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	218,5
Wartość firmy (EV)	456,5
Skor. dług netto (koniec 2021/22)	2,6
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	454,0
Liczba akcji (mIn)	22,8
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>19,9</b>
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,9%
<b>Cena docelowa</b>	<b>21,7</b>

EV/EBITDA ('23) dla ceny docelowej	9,8
P/E ('23) dla ceny docelowej	16,8
Udział TV w EV	52,1%

Zródło: 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.	19,45	19,96	20,51	21,14	21,83
RFR w okresie rez. 0,5 p.p.	19,91	20,46	21,08	21,77	22,55
RFR w okresie rez. (g =4,5%)	20,41	21,03	<b>21,72</b>	22,49	23,37
RFR w okresie rez.-0,5 p.p.	20,98	21,66	22,44	23,31	24,31
RFR w okresie rez.-1,0 p.p.	21,61	22,38	23,25	24,24	25,40

## Nowa strategia

Sygnity przedstawiło nową strategię rozwoju. Strategia jest oparta o trzy filary wzrostu: (1) poprawę obecnych fundamentów biznesowych, (2) wzrost organiczny oraz (3) przejęcia.

### Strategia rozwoju Sygnity

#### Fix the core

- Indywidualne podejście do jednostek biznesowych
- Rewizja polityki cenowej i niekorzystnych zapisów kontaktowych
- Poprawa efektywności: zakończenie nierentownych i nieracjonalnych inicjatyw

#### Wzrost organiczny

- Skupienie na dosprzedaży do obecnej bazy klientów (up-sell) oraz na nowych klientach do istniejących produktów (add-ons)
- Selektywne podejście do przetargów publicznych
- Inwestycje w nowe produkty i moduły kooperacji z (przyszłymi) klientami

#### M&A

- Dedykowany zespół i aktywne podejście - własny pipeline
- Efektywna alokacja kapitału z nadwyżek środków pieniężnych
- Podejście portfelowe - IRR jako miara opłacalności inwestycji

Źródło: Sygnity

- Kierunki wyznaczone w nowej strategii są naszym zdaniem właściwe. Podoba nam się krytyczne podejście nowego Zarządu do obecnych kontaktów Sygnity. Niektóre z nich (jak ePodatki) zrodziły w minionych latach istotne problemy finansowe dla spółki.
- Do próby podwyższania cen także podchodzimy pozytywnie. Zakładamy jednak tylko niewielki wzrost cen ze względu na dużą konkurencyjność polskiego IT.
- W zakresie M&A, spółka zapowiada że chce realizować 3-5 przejęć rocznie. Podkreślamy ryzyko prowadzenia takiego rozwoju. Naszym zdaniem trudno będzie zrealizować w tak szybkim tempie tyle akwizycji, a wcielenie nowych jednostek do spółki niesie wiele niewiadomych. W trakcie 2022/23 Sygnity wejdzie w stan gotówki netto. Sądzymy, że spółka może pozwolić sobie na finansowanie dłużne do 2,0-2,5x EBITDA, co przy generacji 22-25 mln PLN we FCFE przekłada się na potencjał do przejęć na poziomie nawet do ok. 150 mln PLN. Zakładając wskaźniki transakcyjne na poziomie ok. 15-18x, zysk netto mógłby wzrosnąć o ok. 8-10 mln PLN.

## Prognoza wyników na 2Q'2022/23

Wyniki za 1Q'22/23 wypadły znacznie powyżej naszych oczekiwań. Jednak Zarząd na konferencji wynikowej podkreślił, że trendy widziane w 1Q nie mogą być ekstrapolowane na kolejne okresy. Zaksięgowanie dodatkowych przychodów z jednego z kontaktów przełożyło się na dobre wyniki finansowe. Zakładamy, że od 2Q spółka powinna wrócić do niższych wzrostów. Rozwój przychodów szacujemy na 7% R/R, co przy poprawie rentowności zysku brutto ze sprzedaży powinno przełożyć się na wynik ok. 16,8 mln PLN. Koszty SG&A powinny znacznie wzrosnąć R/R – od 3Q'2021/22 spółka ponosi ok. 10,4 mln PLN kosztów w okresie. W 2Q'2021/22 Sygnity wydało tylko 7,7 mln PLN w ramach SG&A, co stanowi wysoką bazę dla nadchodzącego okresu.

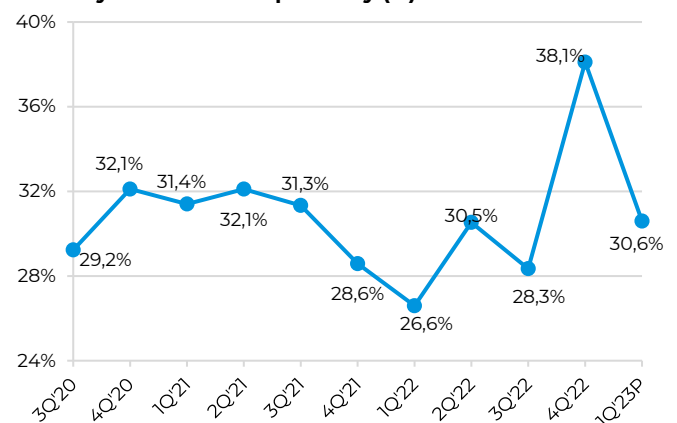
### Wyniki za kalendarzowy 2Q'22/23

(mln PLN)	2Q'22/23P	2Q'21/22P	R/R
przychody	54,9	51,3	7,0%
EBITDA	9,0	8,8	2,3%
marża	16,4%	17,2%	-
EBIT	6,6	6,2	7,7%
zysk brutto	6,1	6,2	-0,7%
zysk netto	5,1	11,2	-54,3%

Źródło: mBank

Stąd zakładamy, że w 2Q'2022/23 EBIT wyniesie 6,6 mln PLN, to jest 7,7% więcej R/R. Zakładając koszty finansowe netto na poziomie ok. 0,5 mln PLN oraz przy efektywnym stopie podatkowej równej 17,0%, zysk netto szacujemy na 5,1 mln PLN. Spadek netto R/R wynika z bazy (przed rokiem spółka zaksięgowała „dodatni podatek” min. ze względu na zwrot podatku od spraw sporych z Urzędem Skarbowych).

### Marża zysku brutto ze sprzedaży (%)



Źródło: Sygnity, mBank

**RZiS**

(mIn PLN)	20/21	21/22	22/23P	23/24P	24/25P
<b>przychody</b>	<b>204,1</b>	<b>211,6</b>	<b>230,2</b>	<b>242,5</b>	<b>258,0</b>
R/R	-11,3%	3,7%	8,8%	5,3%	6,4%
COGS	-139,3	-151,2	-156,4	-164,8	-174,5
zysk brutto na sprzedaży	64,8	60,4	73,8	77,7	83,5
pozostałe przychody operacyjne	15,5	1,2	0,8	0,0	0,0
koszty sprzedaży i marketingu	-6,7	-6,8	-6,7	-7,1	-7,5
koszty ogólnego zarządu	-23,9	-29,2	-33,0	-34,0	-35,0
pozostałe koszty operacyjne	-0,6	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>49,2</b>	<b>25,4</b>	<b>34,8</b>	<b>36,6</b>	<b>41,0</b>
marża	24,1%	12,0%	15,1%	15,1%	15,9%
amortyzacja	11,8	10,8	11,9	12,1	12,4
<b>EBITDA</b>	<b>61,0</b>	<b>36,2</b>	<b>46,7</b>	<b>48,7</b>	<b>53,4</b>
dział. finansowa	3,2	-2,4	-1,5	-0,5	-0,5
zysk brutto	52,3	23,0	33,3	36,1	40,4
marża	25,6%	10,9%	14,5%	14,9%	15,7%
podatek	-5,8	4,0	-6,3	-6,5	-7,7
dział. zaniechana	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>zysk netto</b>	<b>46,6</b>	<b>27,0</b>	<b>27,0</b>	<b>29,6</b>	<b>32,7</b>

**Bilans**

(mIn PLN)	20/21	21/22	22/23P	23/24P	24/25P
<b>aktywa trwałe</b>	<b>188,9</b>	<b>188,7</b>	<b>189,9</b>	<b>190,9</b>	<b>191,6</b>
rzeczowe	2,3	3,5	3,5	3,5	3,5
niematerialne	4,2	7,6	8,8	9,8	10,5
goodwill	157,2	157,2	157,2	157,2	157,2
<b>aktywa obrot.</b>	<b>90,2</b>	<b>93,9</b>	<b>124,0</b>	<b>154,8</b>	<b>189,5</b>
zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
należności	39,5	29,4	36,8	40,4	44,7
gotówka	24,8	34,5	57,3	84,5	114,9
<b>kapitały wł.</b>	<b>141,6</b>	<b>169,2</b>	<b>196,2</b>	<b>225,8</b>	<b>258,6</b>
mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>zob. długo.</b>	<b>48,8</b>	<b>28,0</b>	<b>28,0</b>	<b>28,0</b>	<b>28,0</b>
kredyty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
obligacje	36,0	18,3	18,3	18,3	18,3
<b>zob. krótko.</b>	<b>88,7</b>	<b>85,4</b>	<b>89,8</b>	<b>91,9</b>	<b>94,6</b>
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	40,1	42,2	44,9
<b>dług netto</b>	<b>42,5</b>	<b>11,8</b>	<b>-11,0</b>	<b>-38,1</b>	<b>-68,5</b>
DN/EBITDA	0,7	0,3	-0,2	-0,8	-1,3

Źródło: mBank

**Rachunek CF**

(mIn PLN)	20/21	21/22	22/23P	23/24P	24/25P
<b>CF oper.</b>	<b>20,2</b>	<b>44,7</b>	<b>37,4</b>	<b>40,7</b>	<b>44,0</b>
kapitał obrot.	-24,3	13,2	-2,9	-1,5	-1,6
<b>CF inw.</b>	<b>-2,0</b>	<b>-8,1</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,9</b>
CAPEX	-0,4	-0,3	-5,8	-5,8	-5,9
<b>CF fin.</b>	<b>-30,8</b>	<b>-25,9</b>	<b>-8,8</b>	<b>-7,8</b>	<b>-7,8</b>
zmiana długu	22,5	-17,0	0,0	0,0	0,0
<b>CF</b>	<b>-12,6</b>	<b>10,7</b>	<b>22,8</b>	<b>27,2</b>	<b>30,4</b>
CFO/EBITDA	33,1%	123,6%	80,2%	83,6%	82,5%
FCFF	9,6	28,3	24,4	27,7	30,9
<b>FCFF/EV</b>	<b>1,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,6%</b>
FCFE	8,5	27,7	22,8	27,2	30,4
<b>FCFE/MCAP</b>	<b>0,9%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,3%</b>
ROIC	21,6%	11,3%	15,4%	15,9%	17,6%
ROCE	25,8%	13,1%	16,5%	15,3%	15,2%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
wsk. wypłaty	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DYield	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>

**Wskaźniki**

	20/21	21/22	22/23P	23/24P	24/25P
<b>P/E</b>	<b>19,8</b>	<b>34,2</b>	<b>34,2</b>	<b>31,1</b>	<b>28,2</b>
P/CE	15,8	24,4	23,7	22,1	20,4
<b>EV/EBITDA</b>	<b>15,8</b>	<b>25,8</b>	<b>19,5</b>	<b>18,1</b>	<b>16,0</b>
EV/EBIT	19,6	36,7	26,1	24,1	20,8
P/S	4,5	4,4	4,0	3,8	3,6
P/BV	6,5	5,4	4,7	4,1	3,6
P/FCFE	108,5	33,3	40,4	33,9	30,4
<b>marża EBITDA</b>	<b>29,9%</b>	<b>17,1%</b>	<b>20,3%</b>	<b>20,1%</b>	<b>20,7%</b>
zm. EBITDA r/r	15,0%	-40,7%	29,1%	4,4%	9,5%
marża netto	22,8%	12,7%	11,7%	12,2%	12,7%
<b>zm. netto r/r</b>	<b>59,4%</b>	<b>-42,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,5%</b>
cena (PLN)	40,50	40,50	40,50	40,50	40,50
l. akcji (mln)	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
<b>MCap</b>	<b>921,7</b>	<b>921,7</b>	<b>921,7</b>	<b>921,7</b>	<b>921,7</b>
<b>EV</b>	<b>964,3</b>	<b>933,6</b>	<b>910,8</b>	<b>883,6</b>	<b>853,2</b>

**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 9 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 15%

**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. 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 spółek: Cognor Holding, Compreum, 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](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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawianym 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, Compreum, 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. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzanie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich.

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

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26 kwietnia 2023 o godzinie 07:53.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 kwietnia 2023 o godzinie 08:45.

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 spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:****Sygnity (Paweł Szpigiel)**

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	akumuluj	redukuj
data wydania	2022-12-01	2022-10-18	2022-07-08	2022-05-06	2022-04-07
cena docelowa (PLN)	13,70	13,30	13,50	10,70	10,70
kurs z dnia rekomendacji	22,30	18,15	15,80	9,40	11,80



### **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](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Konarski  
+48 515 025 640  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Paweł Szpigiel  
+48 509 603 258  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Piotr Poniatowski  
+48 509 603 046  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
gaming

Mikołaj Lemańczyk, CFA  
+48 501 663 511  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

Janusz Pięta  
+48 506 065 659  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)  
handel, e-commerce

Mateusz Krupa, CFA  
+48 571 608 973  
[mateusz.krupa@mbank.pl](mailto:mateusz.krupa@mbank.pl)  
strategia

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA  
+48 510 929 021  
[beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl](mailto:beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl)  
biotechnologia, healthcare

Konrad Anuszkiewicz, CFA  
+48 510 478 019  
[konrad.anuszkiewicz@mbank.pl](mailto:konrad.anuszkiewicz@mbank.pl)  
przemysł, surowce

## **Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**

### **Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 698 832 853  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Paweł Cyłkowski  
+48 503 684 130  
[pawel.cylkowski@mbank.pl](mailto:pawel.cylkowski@mbank.pl)

Piotr Brożyna  
+48 512 756 702  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@mbank.pl)

Andrzej Kowalczyk  
+48 601 053 470  
[andrzej.kowalczyk@mbank.pl](mailto:andrzej.kowalczyk@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 605 848 003  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Łukasz Płaska  
+48 22 697 47 90  
[lukasz.plaska@mbank.pl](mailto:lukasz.plaska@mbank.pl)

Karol Kułaj  
+48 509 602 984  
[karol.kulaj@mbank.pl](mailto:karol.kulaj@mbank.pl)

### **Sprzedaż rynki zagraniczne**

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 696 427 249  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

## **Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Maciej Sokołowski  
dyrektor  
[maciej.sokolowski@mbank.pl](mailto:maciej.sokolowski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)