

piątek, 3 września 2021 | aktualizacja raportu

Sygnity: kupuj (podwyższona)

SGN.PW; SGN.WA | IT, Polska

Koniec spadku przychodów, atrakcyjna wycena

Notowania Sygnity spadły w ciągu ostatnich 5 miesięcy o >16%, co jest odzwierciedleniem słabych wyników finansowych. W 3Q'20/21 obroty spółki spadły o >10% R/R, w następstwie czego obniżamy nasze prognozy wyników finansowych (o ok. 5-6% na przychodach w latach 20/21-22/23). Jednak Zarząd zmienił ostatnio outlook na przychody. Spółka podpisała kilka ważnych kontaktów, a backlog na 4Q'20/21 jest wyższy R/R o 7%. Stąd przy utrzymaniu wysokiej rentowności i dyscypliny w zakresie SG&A, EBIT w 4Q'20/21 może być wyższy R/R o >15%, co powinno znacznie poprawić sentyment do spółki. Po aktualizacji naszego modelu wyceny (także o poziom wskaźników dla peer grupy i ostatecznie rozliczenie zobowiązań restrukturyzacyjnych), nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 11,70 PLN (vs. 11,60 PLN poprzednio), co implikuje 20% potencjał wzrostu. W tym miejscu warto zaznaczyć, że Sygnity jest wyceniane na EV/EBITDA'21 i P/E'21 rzędu 6,2x i 9,1x (bazując na skorygowanych wynikach), grupa zakończyła trudną restrukturyzację wraz z refinansowaniem, ma relatywnie niskie wskaźniki zadłużenia. Dodatkowo, przegląd opcji strategicznych oceniamy jako potencjalną szansę dla inwestorów. Stąd, podnosimy zalecenie inwestycyjne z trzymaj do kupuj dla walorów Sygnity.

Słaby 3Q'2020/21, ale poprawa outlooku w średnim terminie

W 3Q'20/21 Sygnity wygenerowało przychody >10% niższe R/R. Stąd nawet przy zachowaniu wysokiej rentowności brutto ze sprzedaży (32,1%) i zachowaniu dyscypliny kosztowej w obszarze SG&A, zyski Sygnity spadły. Zarząd spółki poinformował, że w okresie wakacyjnym nastąpił wzrost kontraktacji na produkty i usługi własne (w ujęciu rocznym +12%), co przełożyło się na wzrost backlogu Sygnity, w tym na Q4'2020/21 (+7% r/r). Nowe kontakty, jak umowa z Centrum Usług Społecznych („e-Opieka”) oraz powrót zamówień w ramach umowy z Ministerstwem Finansów („e-Podatki”) rokują powrót do lekkiego wzrostu przychodów w 2021/22.

Przegląd opcji strategicznych

Sygnity jest w trakcie przeglądu opcji strategicznych, co odbieramy jako szansę dla akcjonariuszy. Grupa przeszła udaną restrukturyzację i ma relatywnie niski poziom zadłużenia (szacujemy ok. 1,1x Skorygowana EBITDA na koniec 2020/21). Jednak jej głównym problemem jest niski rozwój przychodów. Grupa ma relatywnie stabilny i wysoki FCFE, a jej wskaźniki wyceny są niskie. Tworzy to potencjalną okazję do zakupu dla inwestora strategicznego, który mógłby wykorzystać zasoby spółki i tchnąć wzrosty w linie przychodowe. Przypominamy w tym miejscu, że Asseco Poland w 2012 roku złożyło wezwanie na Sygnity. Propozycja opiewała na 250 mln PLN (dziś kapitalizacja Sygnity to 223 mln PLN).

cena bieżąca	9,78 PLN
cena docelowa	11,70 PLN
kapitalizacja	223 mln PLN
free float	82 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,2 mln PLN

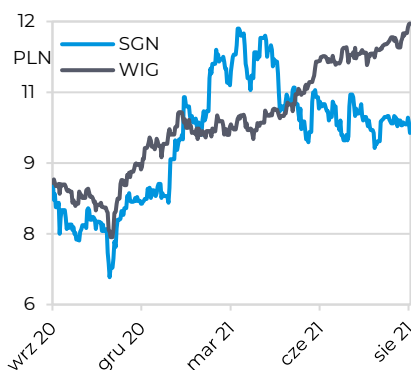
Struktura akcjonariatu

Value FIZ	28,39%
Cron sp. z o.o.	24,20%
NN PTE	11,48%
pozostali akcjonariusze	35,93%

Profil spółki

Sygnity zajmuje się tworzeniem oprogramowania oraz doradztwem w zakresie IT dla różnych sektorów gospodarki w Polsce. Obecnie grupa Sygnity generuje ok. 250 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	11,70	11,60	kupuj	trzymaj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Sygnity	9,78	11,70	+19,7%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
przychody ze sprzedaży		-5,5%	-5,6%	-5,6%
EBITDA		-7,9%	-9,8%	-9,4%
zysk netto		-13,4%	-8,1%	-9,2%

(mln PLN)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
przychody	234,6	230,0	206,4	213,8	222,1
EBITDA	37,4	53,0	59,2*	45,3	45,6
marża EBITDA	15,9%	23,1%	28,7%	21,2%	20,5%
EBIT	29,4	36,9	47,2	33,0	33,0
zysk netto	15,9	29,2	43,1	25,4	25,5
P/E	14,0	7,6	5,2**	8,8	8,7
P/CE	9,3	4,9	4,0	5,9	5,8
P/BV	3,4	2,4	1,6	1,4	1,2
EV/EBITDA	7,9	5,2	4,7**	5,6	5,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

*oczyszczony wynik 44,9 mln PLN. **oczyszczzone wskaźniki EV/EBITDA i P/E to 6,2x i 9,1x

Analitik:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl

Czynniki ryzyka

Ryzyko odpisu wartości firmy

Na koniec czerwca'21 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 (szacujemy, że wg MSSF16 wyniesie on na koniec roku 2020/21 ok. 51 mln PLN, tj. 1,1x Skorygowana 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 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 portalu rekrutacyjnego Just Joit IT, średnio stawki wynagrodzeń w IT wzrosły o 10% R/R w 1H'21. Brak możliwości zatrudnienia odpowiedniej ilości wykwalifikowanych pracowników oraz wzrost kosztów pracy to ryzyko dla Sygnity.

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'21 Sygnity zaprezentowało z tytułu wystawionych gwarancji należytego wykonania umów i usuwania wad i usterek kwotę 18,8 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. Zdobycie 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, 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 COVID-19

Działalność grupy prowadzona jest bez istotnych zakłóceń. Sygnity wdrożyło procedury rekomendowane przez GIS oraz pozostałe instytucje państwowe dot. pracowników. Ograniczone zostały kontakty bezpośrednie pracowników wewnątrz organizacji, wdrożony został na szeroką skalę tryb pracy zdalnej pracowników. W kontaktach biznesowych powszechnie wykorzystywane są zdalne metody komunikacji. Obecnie nie zaobserwowano spadku wyników grupy wywołanego pandemią COVID-19. Jednak, ze względu na wyjątkowość obecnej sytuacji oraz niepewność dot. dalszego przebiegu pandemii, nie można wykluczyć negatywnego wpływu pandemii na klientów Sygnity w przyszłości, a w rezultacie pogorszenia się skali przychodów samego Sygnity w wyniku potencjalnych oszczędności.

Ryzyko związane z wyrokami w sprawie zaległych podatków dochodowych

W lutym 2020 roku Naczelny Sąd Administracyjny wydał wyrok dot. zobowiązań podatkowych Sygnity z tytułu CIT za lata 2007 i 2008. W wyniku postępowań kontrolnych spółka zapłaciła na rzecz Urzędu Skarbowego kwotę podatku, ok. 1,7 mln PLN (za 2007 r.) oraz 2,4 mln PLN (za 2008 r.). Dodatkowo odsetki od powyższych kwot wynoszą obecnie ok. 3 mln PLN. Decyzje te zostały zaskarżone. Jednak do momentu wydania sprawozdania za kalendarzowy 2Q'21 spółka nie otrzymała ostatecznej decyzji.

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 11,70 PLN

Podsumowanie wyceny spółki

(PLN)	waga	cena
wycena porównawcza	15%	18,96
wycena DCF	85%	9,60
	cena wynikowa	11,00
	cena docelowa za 9 m-cy	11,70

Źródło: mBank

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E z równymi wagami. Wyniki roku 2020/21 oczyszczamy o wpływ ugody z Fast Enterprises. Dla lat 2021, 2022 i 2023 przyjmujemy równe wagi. W Sygnity dla powyższych lat

stosujemy zyski z okresów 2020/21, 2021/22 oraz 2022/23 odpowiednio. Stosujemy dyskonto 20% ze względu na wolniejsze tempo wzrostu wyników w Sygnity. Uwzględniamy NPV aktywa podatkowego wynikającego ze straty z lat poprzednich.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Sap	18,3	17,4	16,1	21,4	23,8	21,8
Oracle	14,1	14,1	13,1	20,1	19,5	17,6
Cap Gemini	13,8	12,9	11,8	23,6	20,5	18,2
Sage Group	19,2	17,9	16,3	31,8	29,5	26,4
Atos	6,2	5,5	5,0	11,6	9,1	7,7
Software AG	18,8	14,5	11,6	32,8	24,9	19,5
Indra Sistemas	6,9	6,2	5,7	12,7	10,8	9,5
Computacenter	15,2	13,7	12,6	20,8	17,8	15,6
Asseco Poland	10,5	10,6	10,8	21,5	21,1	20,8
Comarch	5,4	5,1	4,9	14,7	14,5	13,7
maksimum	19,2	17,9	16,3	32,8	29,5	26,4
minimum	5,4	5,1	4,9	11,6	9,1	7,7
mediana	13,8	12,9	11,6	20,8	19,5	17,6
Sygnity**	4,7***	5,6	5,1	5,2***	8,8	8,7
premia (dyskonto)	-66,1%	-56,3%	-55,9%	-75,2%	-54,9%	-50,6%

Implikowana wycena

wycena 1 akcji (PLN)	20%	20%	20%	20%	20%	20%
waga wskaźnika		50%			50%	
waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
wartość firmy na akcję (PLN)*	18,96					

Źródło: mBank, *po dyskoncie 20%; ** okresy odpowiednio: 2020/21, 2021/22, 2022/23; *** wskaźniki EV/EBITDA i P/E odpowiednio 6,2x i 9,1x po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Sygnyty w latach 4Q'2020/21-2029/30.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wynosi 0,0%.

- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan długu netto na koniec fiskalnego 3Q'2020/21 ex. MSSF16.
- Wartość amortyzacji w okresie rezydualnym jest równa sumie nakładów inwestycyjnych.
- Uwzględniamy NPV aktywa podatkowego wynikającego ze straty z lat poprzednich.

Model DCF

(mln PLN)	4Q'20/21P	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P	27/28P	28/29P	29/30P	29/30+
EBIT	7,7	33,0	33,0	33,0	32,9	32,7	32,4	32,1	31,7	31,2	
marża EBIT	19,0%	15,4%	14,9%	14,3%	13,7%	13,2%	12,6%	12,1%	11,5%	11,0%	
opodatkowanie EBIT	1,5	6,3	6,3	6,3	6,2	6,2	6,2	6,1	6,0	5,9	
efektywna st. podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	6,2	26,7	26,8	26,7	26,6	26,5	26,3	26,0	25,7	25,3	
amortyzacja	0,8	3,4	3,7	4,0	4,4	4,7	5,4	6,4	8,0	9,9	
CAPEX	-2,1	-5,3	-6,3	-7,5	-8,3	-8,7	-9,0	-9,3	-9,6	-9,9	
kapitał obrotowy i pozostałe	-0,9	-1,6	-1,4	-1,9	-2,1	-2,2	-2,4	-2,6	-2,8	-3,0	
FCF	4,0	23,2	22,7	21,3	20,6	20,3	20,3	20,5	21,3	22,3	22,2
WACC	7,6%	7,9%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	0,97	0,90	0,83	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,51	0,47	
PV FCF	3,9	20,9	18,9	16,3	14,5	13,2	12,2	11,4	10,8	10,5	
WACC	7,6%	7,9%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
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	19,7%	12,8%	4,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
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	0,0%
Wartość rezydualna (TV)	259,4
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	121,9
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	132,6
Wartość firmy (EV)	254,5
Skor. dług netto (koniec FY2019)	39,0
Inne aktywa nieoperacyjne	2,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	218,4
Liczba akcji (mln)	22,8
Wartość firmy na akcję (PLN)	9,60
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa	10,21

EV/EBITDA ('22) dla ceny docelowej	7,0
P/E. ('22) dla ceny docelowej	9,0
Udział TV w EV	47,9%

Źródło: mBank

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC +1,0 p.p.	8,54	8,77	9,00	9,32	9,64
WACC +0,5 p.p.	9,04	9,31	9,57	9,94	10,31
WACC	9,59	9,90	10,21	10,63	11,07
WACC -0,5 p.p.	10,21	10,56	10,92	11,42	11,94
WACC -1,0 p.p.	10,90	11,31	11,73	12,32	12,94

Przegląd opcji strategicznych

W marcu 2021 roku Sygnity poinformowało o rozpoczęciu przeglądu opcji strategicznych. Zarząd przekazał, że będą rozważane przez nich różne możliwe opcje w odniesieniu do działalności biznesowej Emitenta, w szczególności przewidujące potencjalne możliwości poszukiwania inwestorów strategicznych lub dokonanie transakcji o innej strukturze, które mogłyby prowadzić do wzrostu wartości Sygnity. Decyzje odbieramy jako szansę dla akcjonariuszy. Istotnie, grupa przeszła udaną restrukturyzację i ma relatywnie niski poziom zadłużenia (szacujemy ok. 1,1x Skorygowana EBITDA na koniec 2020/21). Jednak jej głównym problemem jest niski rozwój przychodów (szacujemy -10% R/R w 2020/21 i +4% R/R w kolejnym roku). Grupa ma relatywnie stabilny i wysoki FCFE, a jej wskaźniki wyceny są niskie. Tworzy to potencjalną okazję do zakupu dla inwestora strategicznego, który mógłby wykorzystać zasoby spółki i tchnąć wzrosty w linie przychodowe. Przypominamy w tym miejscu, że Asseco Poland w 2012 roku złożyło wezwanie na Sygnity. Propozycja opiewała na 250 mln PLN (dziś kapitalizacja Sygnity to 223 mln PLN).

Wyniki za kalendarzowy 2Q'21

Sygnity zaraportowało wyniki poniżej naszych oczekiwań w 2Q'21. Przychody ze sprzedaży wyniosły 49,8 mln PLN, co oznacza spadek R/R o >10%. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 32,1% (vs. 32,0% prognoza i 33,3% rok wcześniej). Koszty SG&A wyniosły 8,1 mln PLN (vs. 7,9 mln PLN oczekiwania i 8,2 mln PLN rok wcześniej). Saldo na pozostałej działalności operacyjnej było na poziomie +0,4 mln PLN (zakładaliśmy 0,0 mln PLN). Zysk EBITDA wyniósł 11,0 mln PLN i był niższy R/R o 24%.

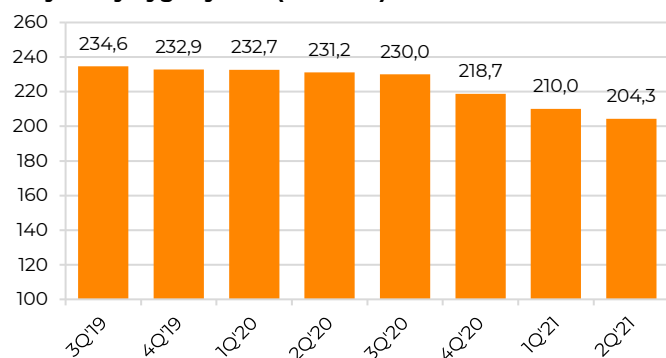
Wyniki za kalendarzowy 2Q'21*

(mln PLN)	3Q'20/21	3Q'19/20	R/R	3Q'20/21P	różnica
przychody	49,8	55,5	-10,3%	53,8	-7,5%
EBITDA	11,0	14,5	-23,8%	12,5	-11,6%
marża	22,2%	26,1%	-	23,2%	-
EBIT	8,2	10,4	-20,5%	9,3	-11,3%
zysk brutto	7,1	9,6	-26,2%	8,0	-11,7%
zysk netto	5,6	8,3	-33,4%	6,5	-14,0%

Źródło: Sygnity, mBank

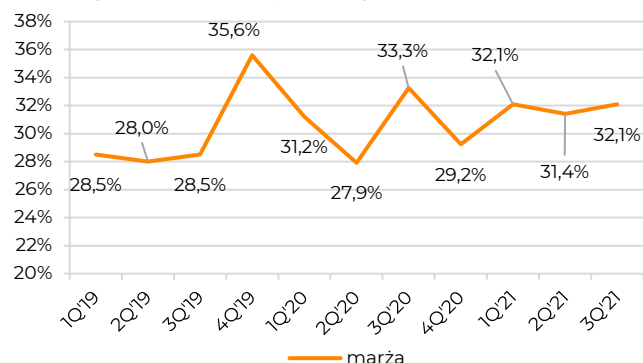
W kalendarzowym 2Q'21 Sygnity pokazało, że ma problemy z generowaniem wzrostu przychodów, stąd przy zachowaniu wysokiej rentowności brutto ze sprzedaży (ok. 32%) i zachowaniu dyscypliny kosztowej w obszarze SG&A, zyski Sygnity spadły.

Przychody Sygnity LTM (mln PLN)



Źródło: Sygnity

Marża zysku brutto ze sprzedaży (%)



Źródło: Sygnity, mBank

Saldo na działalności finansowej netto wyniosło -1,1 mln PLN (zakładaliśmy -1,3 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa była równa 21,1% (vs. 19,0% szacunek). Sygnity zanotowało ostatecznie zysk netto równy 5,6 mln PLN (-33% R/R).

Outlook po wynikach 4Q'21

Zarząd Sygnity poinformował, że lipiec i sierpień bieżącego roku był okresem bardzo dobrej koniunktury dla spółki związanej ze wzrostem kontraktacji nowych zamówień na produkty i usługi własne (w ujęciu rocznym +12%), co przełożyło się na wzrost backlogu Spółki, w tym na Q4'2020/21 (+7% r/r). Zakładamy ostrożnie wzrost przychodów w 4Q'2020/21 o 5% R/R. Nowe kontakty, jak umowa z Centrum Usług Społecznych („e-Opieka”) oraz powrót zamówień w ramach umowy z Ministerstwem Finansów („e-Podatki”) rokują powrót do lekkiego wzrostu przychodów w 2021/22. Stąd oczekujemy wyższych obrotów o blisko 4% R/R. Z drugiej strony Sygnity powinno odczuć presję na koszty wynagrodzeń kadry IT. Spodziewamy się, że celem na kolejny rok będzie utrzymanie stabilnych wyników, co ujmujemy w naszych prognozach jako scenariusz bazowy.

Zmiana prognoz dla Sygnity

(mln PLN)	przychody '20/21	przychody '21/22	EBITDA skor. '20/21	EBITDA skor. '21/22
stara prognoza	218,4	226,4	50,0	50,2
nowa prognoza	206,4	213,8	44,9	45,3
zmiana	-5,5%	-5,6%	-10,2%	-9,8%

Źródło: mBank

RZiS

(mln PLN)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
przychody	234,6	230,0	206,4	213,8	222,1
R/R	-18,6%	-2,0%	-10,3%	3,6%	3,9%
COGS	-164,3	-160,0	-141,6	-147,5	-154,6
zysk brutto na sprzedaży	70,3	69,9	64,8	66,3	67,5
pozostałe przychody operacyjne	1,6	1,3	14,3	0,0	0,0
koszty sprzedaży i marketingu	-7,4	-8,7	-7,6	-7,9	-8,2
koszty ogólnego zarządu	-26,1	-24,7	-24,7	-25,4	-26,3
pozostałe koszty operacyjne	-9,0	-1,0	0,4	0,0	0,0
EBIT	29,4	36,9	47,2	33,0	33,0
marża	12,5%	16,0%	22,9%	15,4%	14,9%
amortyzacja	8,0	16,2	12,0	12,3	12,6
EBITDA	37,4	53,0	59,2	45,3	45,6
dział. Finansowa	-10,6	-7,1	2,9	-3,1	-3,0
zysk brutto marża	18,7	29,8	50,1	29,9	30,0
	8,0%	13,0%	24,3%	14,0%	13,5%
podatek	-0,2	-2,0	-7,0	-4,5	-4,5
dział. zaniechana	-2,6	1,4	0,0	0,0	0,0
zysk netto	15,9	29,2	43,1	25,4	25,5

Bilans

(mln PLN)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
aktywa trwałe	191,8	515	496	492	484
rzeczowe	3,0	2,4	2,4	2,4	2,4
niematerialne	11,1	6,2	7,1	9,0	11,6
goodwill	157,2	157,2	157,2	157,2	157,2
aktywa obrot.	81,1	93,9	90,0	107,1	131,6
zapasy	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
należności	34,8	31,8	46,4	49,3	52,3
gotówka	18,5	38,5	15,6	29,7	51,2
kapitały wł.	65,8	94,3	137,4	162,8	188,3
mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zob. długo.	77,6	93,2	63,4	63,4	63,4
kredyty	11,6	13,5	0,0	0,0	0,0
obligacje	0,0	2,1	45,0	45,0	45,0
zob. krótko.	129,6	108,9	82,8	76,5	78,0
kredyty	18,2	9,5	0,0	0,0	0,0
obligacje	13,1	6,6	7,7	0,0	0,0
zob. handlowe i pozostałe	81,2	66,7	37,5	38,9	40,4
dług netto	74,3	54,0	54,6	32,7	11,3
DN/EBITDA	2,0	1,0	0,9	0,7	0,2

Źródło: mBank

Rachunek CF

(mln PLN)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
CF oper.	18,9	52,0	13,6	39,2	39,7
kapitał obrot.	-25,4	3,5	-47,8	-1,6	-1,4
CF inw.	-1,8	-1,9	-3,9	-5,3	-6,3
CAPEX	-1,1	-1,7	-3,9	-5,3	-6,3
CF fin.	-33,0	-30,1	-32,7	-19,7	-11,9
zmiana długu	-24,1	-11,5	21,1	-7,7	0,0
CF	-16,2	19,9	-22,9	14,2	21,5
CFO/EBITDA	50,7%	98,0%	23,0%	86,5%	86,9%
FCFF	-3,1	41,9	0,8	25,0	24,4
FCFF/EV	-1,1%	15,1%	0,3%	9,8%	10,5%
FCFE	-8,7	38,3	-0,5	21,9	21,5
FCFE/MCAP	-3,9%	17,2%	-0,2%	9,8%	9,6%
ROIC	21,0%	25,6%	27,7%	17,0%	16,7%
ROCE	20,5%	11,5%	9,6%	6,6%	6,3%
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
wsk. wypłaty	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki

	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
P/E	14,0	7,6	5,2	8,8	8,7
P/CE	9,3	4,9	4,0	5,9	5,8
EV/EBITDA	7,9	5,2	4,7	5,6	5,1
EV/EBIT	10,1	7,5	5,9	7,7	7,1
P/S	0,9	1,0	1,1	1,0	1,0
P/BV	3,4	2,4	1,6	1,4	1,2
P/FCFE	-	5,8	-	10,2	10,4
marża EBITDA	15,9%	23,1%	28,7%	21,2%	20,5%
zm. EBITDA r/r	-	41,8%	11,6%	-23,5%	0,8%
marża netto	6,8%	12,7%	20,9%	11,9%	11,5%
zm. netto r/r	-	83,4%	47,6%	-41,2%	0,6%
cena (PLN)	9,78	9,78	9,78	9,78	9,78
l. akcji (mln)	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
MCap	223	223	223	223	223
EV	297	277	277	255	234

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; **FCFF:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata 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/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, 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_rynnek/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, 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. Wyeliminowanie 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 3 września 2021 o godzinie 08:04.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 września 2021 o godzinie 08:20.

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:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których 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 branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny 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.

Zdyskontowanych 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**

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-03-18	2020-09-01
cena docelowa (PLN)	11,60	10,70
kurs z dnia rekomendacji	11,10	7,20



mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

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

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl