

poniedziałek, 15 kwietnia 2024 | aktualizacja raportu

Sygnity: sprzedaż (podtrzymana)

SGN.PW; SGN.WA | IT, Polska

Poziom mnożników zbyt wysoki

Kurs akcji Sygnity był na tle WIG wyraźnie lepszy od początku roku (+53,0% vs. +5,6%). Spółka wykazała solidną poprawę wyników finansowych dzięki optymalizacji portfela projektów, podniesieniu cen dla niektórych klientów oraz redukcji zatrudnienia. Na 2024 r. przyjmujemy założenie o realizacji dalszych działań mających na celu podniesienie rentowności brutto ze sprzedaży. W modelu finansowym uwzględniamy także wpływ przejętych niedawno spółek: Edrana i Sagra. Po aktualizacji prognoz nowym poziom wskaźników prezentuje się następująco (w ujęciu proforma): EV/EBITDA'24 jest na poziomie 22,4x oraz P/E'24 na poziomie 33,7x, tj. znacznie powyżej spółek porównywalnych. Naszym zdaniem pole do podnoszenia rentowności zysku brutto ze sprzedaży nie jest duże w długim terminie, biorąc pod uwagę fakt że już teraz Sygnity osiąga jedne z najwyższych marż w porównaniu do innych polskich spółek IT (marża zysku brutto ze sprzedaży w Sygnity ex. przejęcia zakładana przez nas na 2024 r. wynosi 35% vs. 25% mediana dla polskich IT). Aktualizujemy nasz model wyceny o nową ścieżkę RFR. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 35,80 PLN, co implikuje 44%-owy potencjał spadku. Stąd, **podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne sprzedaż dla walorów Sygnity.**

Optymalizacja portfela projektów, negocjacja z kontrahentami

Liczba projektów realizowanych we wszystkich sektorach działalności Sygnity wyraźnie spadła, najbardziej w ramach sektora bankowo-finansowego. Jest to zgodne z zapowiadaniem przez Zarząd nastawieniem na najbardziej lukratywne projekty i wygaszenie projektów generujących niewystarczające zyski. Średnia wartość jednego projektu wzrosła w każdej kategorii – najwięcej w sektorze publicznym. To w dużej mierze wynik renegocjacji stawek, w trakcie których jest obecnie Sygnity. Spółka stara się przenieść inflację na swoich klientów.

Wzrost wyników, częściowo dzięki redukcji zatrudnienia

W roku obrotowym 2022/23 (paź'22-gru'23) Sygnity wygenerowało 291,2 mln PLN przychodów ze sprzedaży, co oznacza wzrost o 6,5% R/R. Spółka poprawiła poziom rentowności zysku brutto ze sprzedaży, na co wpływ miała redukcja zatrudnienia. Przeciętna liczba zatrudnionych w spółce spadła z 686 osób w roku obrotowym 2021/22 do 628 w 2022/23. W działach realizacyjnych średnia zatrudnienie spadło o 36 osoby do poziomu 548 pracowników. Tym samym spółka znacznie poprawiła produktywność jednego pracownika.

Rozwój przez przejęcia

Zarząd podtrzymuje plany ekspansji grupy poprzez M&A, przy realizacji 3-5 przejęć rocznie. Ten ambitny plan wydaje się trudny do osiągnięcia. Sygnity w ostatnich kwartałach złożyło 21 niewiążących ofert zakupu i przejęło tylko 2 podmioty, co wskazuje na dość dużą konkurencję w procesach akwizycyjnych. Niemniej jednak wskazujemy, że Sygnity ma duże możliwości przejęcia (bez emisji akcji oceniamy je nawet na 200 mln PLN). Zakupione firmy (Erdana i Sagra) to podmioty wykazujące dość wysoką rentowność.

(mln PLN)	2022 skor.*	2023 skor.*	2024P	2025P	2026P
przychody	219,1	229,3	284,6	314,6	339,3
EBITDA	41,5	49,0	60,9	68,9	76,2
marża EBITDA	19,0%	21,4%	21,4%	21,9%	22,5%
EBIT	31,1	39,2	50,5	58,7	65,7
zysk netto	31,6	39,3	42,2	48,6	54,1
P/E	46,1	37,1	34,5	30,0	26,9
P/CE	34,6	29,6	27,6	24,7	22,5
P/BV	8,1	6,6	5,5	4,7	4,0
EV/EBITDA	34,2	28,1	22,9	19,6	17,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*ujęcie kalendarzowe

cena bieżąca*	64,00 PLN
cena docelowa	35,80 PLN
kapitalizacja	1,46 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,3 mln PLN

*Cena na 12.04.2024 r., godz. 17.00

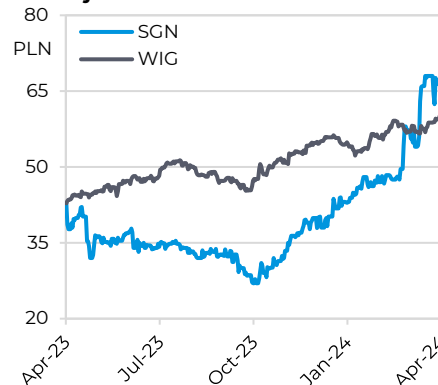
Struktura akcjonariatu

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. 230 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	35,80	21,60	sprzedaż	sprzedaż
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Sygnity	64,00	35,80	-44,1%	

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 wciąż 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.

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. Spółka poinformowała jednak, że zakłada w swojej strategii zagospodarowywanie wolnych środków finansowych na realizację przejęć. Stąd, zwracamy uwagę, że spółka może nie wypłacać istotnej dywidendy w średnim terminie, pomimo generowania dość wysokich przepływów z działalności operacyjnej.

Ryzyko uzależnienia od rozwiązań dostawców

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 inflacja wynagrodzeń w branży IT, ma być niższa R/R. Niemniej jednak, wciąż blisko 80% firma szacuje wzrost płacy informatyków na minimum 10% r/r (raport Hays).

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 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 35,80 PLN

Podsumowanie wyceny spółki

(PLN)	waga	cena
wycena porównawcza	50%	31,92
wycena DCF	50%	34,29
	cena wynikowa	33,10
	cena docelowa za 12 m-cy	35,80

Źródło: mBank

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E z równymi wagami. Dla lat 2024, 2025 i 2026 przyjmujemy równe wagi. W Sygnity dla powyższych lat stosujemy zyski z okresów 2024, 2025 oraz 2026 odpowiednio. Wycenę dla roku 2024 sporządzamy na podstawie danych proforma.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Sap	24,4	18,4	16,2	35,3	26,8	23,3
Oracle	15,9	14,3	12,8	21,8	19,5	17,1
Cap Gemini	10,7	9,8	9,1	16,8	15,4	14,0
Sage Group	22,0	19,6	17,5	33,6	29,3	25,9
Atos	4,1	3,6	3,0	2,8	1,1	0,9
Software AG	15,6	12,8	12,7	29,4	22,7	23,8
Indra Sistemas	7,0	6,4	5,7	12,7	11,4	9,7
Computacenter	7,3	6,9	6,6	14,9	14,1	13,4
Asseco Poland	4,8	4,6	4,3	13,2	11,6	9,3
Comarch	7,5	6,6	6,2	21,3	14,4	12,7
maksimum	24,4	19,6	17,5	35,3	29,3	25,9
minimum	4,1	3,6	3,0	2,8	1,1	0,9
mediana	9,1	8,4	7,9	19,0	14,9	13,7
Sygnity	22,4*	19,6	17,0	33,7*	30,0	26,9
premia (dyskonto)	146,9%	134,0%	116,3%	77,1%	101,0%	96,7%
Implikowana wycena						
wycena 1 akcji (PLN)	27,58	30,08	33,33	36,15	31,84	32,54
waga wskaźnika		50%			50%	
waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
wartość firmy na akcję (PLN)	31,92					

Źródło: mBank, *na danych proforma

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Sygnity w latach 2024-2033.
- 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 grudnia 2023 MSSF16, po korekcie o płatności za dwa przejęcia zrealizowane przez Sygnity.
- Wartość amortyzacji w okresie rezydualnym jest równa sumie nakładów inwestycyjnych.

Model DCF

(mIn PLN)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	33+
przychody	291,4	314,6	339,3	362,8	387,5	413,4	440,3	468,5	497,1	527,3	
zmiana r/r	8,6%	8,0%	7,8%	6,9%	6,8%	6,7%	6,5%	6,4%	6,1%	6,1%	
EBIT	51,6	58,7	65,7	71,8	78,2	85,0	92,0	99,5	107,0	115,0	
marża EBIT	17,7%	18,6%	19,4%	19,8%	20,2%	20,6%	20,9%	21,2%	21,5%	21,8%	
opodatkowanie EBIT	8,4	10,1	11,5	12,9	14,5	15,7	17,0	18,4	19,8	21,3	
efektywna st, podatkowa	16,2%	17,1%	17,6%	18,0%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	
NOPLAT	43,2	48,6	54,1	58,8	63,8	69,3	75,0	81,1	87,2	93,7	
amortyzacja	10,0	10,2	10,6	11,0	11,5	12,3	13,2	14,2	15,5	17,0	
CAPEX	-12,8	-13,2	-13,6	-14,0	-14,5	-14,9	-15,4	-15,9	-16,4	-17,0	
kapitał obrotowy i pozostałe	-0,4	-0,7	-0,9	-0,9	0,4	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	
FCF	40,1	45,0	50,1	54,9	61,2	67,4	73,7	80,3	87,2	94,7	96,6
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	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	
PV FCF	37,1	37,6	37,6	37,1	37,0	36,8	36,0	35,2	34,1	33,1	
WACC	10,9%	10,8%	11,2%	11,2%	11,6%	10,9%	11,5%	11,7%	11,9%	11,9%	10,5%
koszt długu	5,9%	5,8%	6,2%	6,2%	6,6%	5,9%	6,5%	6,7%	6,9%	6,9%	5,5%
stopa wolna od ryzyka	4,9%	4,8%	5,2%	5,2%	5,6%	4,9%	5,5%	5,7%	5,9%	5,9%	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	16,2%	17,1%	17,6%	18,0%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	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	10,9%	10,8%	11,2%	11,2%	11,6%	10,9%	11,5%	11,7%	11,9%	11,9%	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)	1136,5
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	397,3
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	361,8
Wartość firmy (EV)	759,1
Skor. dług netto (koniec 2023)	-21,2
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	780,3
Liczba akcji (mln)	22,8
Wartość firmy na akcję (PLN)	34,3
12-to miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%
Cena docelowa (PLN)	37,1

EV/EBITDA ('24) dla ceny docelowej	12,5
P/E ('24) dla ceny docelowej	18,5
Udział TV w EV	52,3%

Źródło: mBank

Analiza wrażliwości

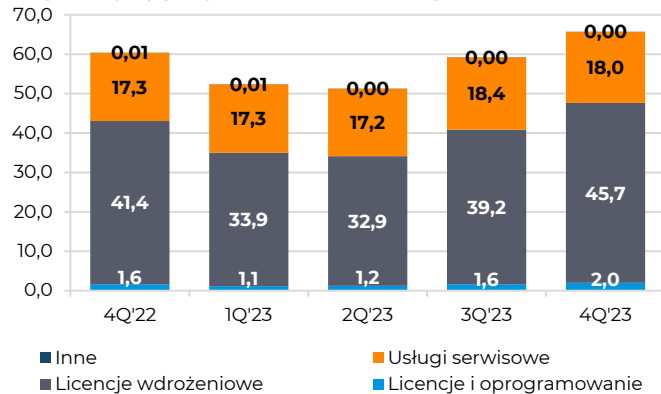
	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
RFR w okresie rez. +1,0 p.p.	33,34	34,17	35,10	36,12	37,27
RFR w okresie rez. 0,5 p.p.	34,09	35,01	36,03	37,18	38,46
RFR w okresie rez. (g =4,5%)	34,93	35,95	37,08	38,36	39,81
RFR w okresie rez.-0,5 p.p.	35,86	36,99	38,26	39,71	41,35
RFR w okresie rez.-1,0 p.p.	36,90	38,17	39,60	41,24	43,14

Wyniki finansowe za rok 2023

Przychody

W roku obrotowym 2022/23 (paź'22-gru'23) Sygnity wygenerowało 291,2 mln PLN przychodów ze sprzedaży, co oznacza wzrost o 6,5% R/R. Ze sprzedaży produktów i usług Sygnity wygenerowało większość obrotów, tj. 288,9 mln PLN. W samym 4Q'23 Sygnity odnotowało wzrost przychodów o 3,9 mln PLN do poziomu 65,8 mln PLN (+6,3% R/R).

Przychody Sygnity w 4Q'23 i wcześniej (mln PLN)



Źródło: Sygnity;

Sygnity zwiększyło nominalne obroty w największym stopniu w ramach licencji wdrożeniowych, co było wynikiem zdobycia nowych kontaktów. Obroty z usług serwisowych spadły nieznacznie R/R.

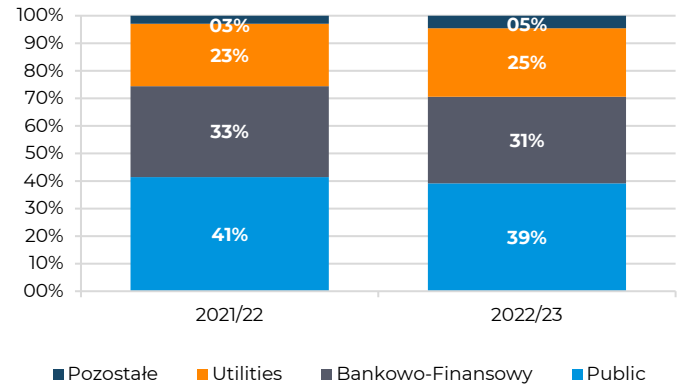
Zmiana poszczególnych grup przychodowych Sygnity w 2022/23 i w analogicznym okresie rok wcześniej* (mln PLN)

zmiana	2021/22	2022/23	zmiana
Licencje i oprogramowanie	4,3	4,8	11,8%
Licencje wdrożeniowe	149,5	166,0	11,0%
Usługi serwisowe	79,9	78,4	-1,9%
Sprzęt komputerowy	1,8	2,2	22,4%
Inne	0,4	0,3	-10%

Źródło: Sygnity; * 5 kwartałów w każdym okresie

W roku obrotowym 2022/23 Sygnity wygenerowało najwięcej obrotów z sektora publicznego – 114,0 mln PLN, tj. 39,1% całkowitych. Wartość ta delikatnie spadła R/R, choć sektor publiczny nadal ma wyraźną przewagę nad innymi.

Struktura przychodów Sygnity w latach obrotowych 2021/22 oraz 2022/23



Porównując lata widać spadek liczby projektów we wszystkich sektorach, największy w ramach sektora bankowo-finansowego. Jest to zgodne z zapowiadaniem przez Zarząd nastawieniu na najbardziej lukratywne projekty i wygaszeniu projektów generujących niewystarczające zyski.

Liczba projektów w Sygnity w latach obrotowych 2021/22 oraz 2022/23

	2021/22	2022/23
Public	98	80
Bankowo-Finansowy	203	146
Utilities	160	132
Pozostałe	35	39
RAZEM	496	397

Źródło: Sygnity

Średnia wartość jednego projektu wzrosła znacznie w każdej kategorii – najwięcej w sektorze publicznym. Odzwierciedla to zmiany w strukturze projektów (więcej dużych projektów), ale także nastawienie na podnoszenie cen – zapowiadane wcześniej przez Zarząd.

Średnia wartość jednego projektu w Sygnity w latach obrotowych 2021/22 oraz 2022/23 (w tys. PLN)

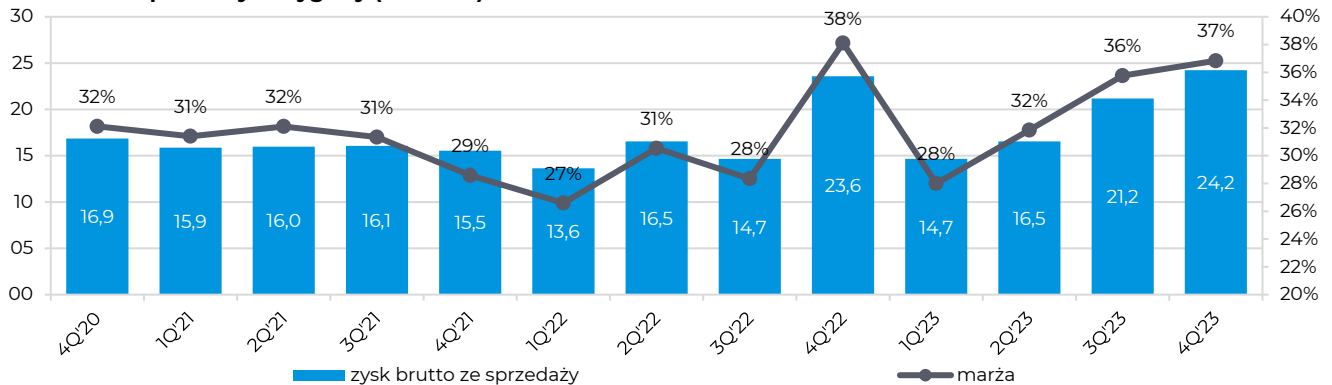
	2021/22	2022/23
Public	895	1425
Bankowo-Finansowy	344	627
Utilities	300	549
Pozostałe	175	338
Wszystkie	427	733



Zysk brutto ze sprzedaży, EBITDA i EBIT

Zysk brutto ze sprzedaży w 4Q'23 wyniósł 36,8% i był nieco niższy R/R (spadek o 1,3 p.p.). Nie zmienia to faktu, że patrząc z dłuższej perspektywy Sygnity poprawiło rentowność brutto ze sprzedaży.

Zysk brutto ze sprzedaży w Sygnity (mln PLN)



Źródło: Sygnity, mBank

Spółka wyraźnie nastawiła się na optymalizację kosztową. Głównym kosztem Sygnity są wynagrodzenia i świadczenia pracownicze. Częściowo wynagrodzenia są księgowane jako usługi obce. Stąd analizujemy te trzy grupy kosztowe razem. Koszty wzrosły o ok. 5 mln PLN w roku obrotowym 2022/23 vs. analogiczny okres rok wcześniej. W tym czasie nominalny wzrost przychodów wyniósł ok. 17,5 mln PLN. Stąd widoczna jej poprawa rentowności w Sygnity.

Przeciętna liczba zatrudnionych w spółce spadła z 686 osób w roku obrotowym 2021/22 do 628 w 2022/23.

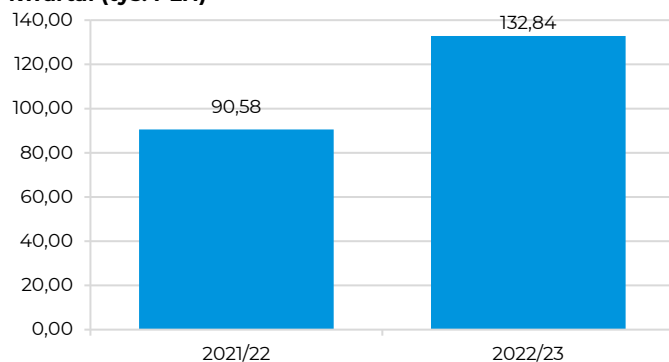
Przeciętna liczba zatrudnionych w Sygnity

	2021/22	2022/23
Kadra zarządzająca	4	3
Back office	98	77
Realizacja	584	548
RAZEM	686	628

Źródło: Sygnity

Spadek zatrudnienia przyniósł znaczną poprawę produktywności jednego pracownika. Przeliczając przychody na pracownika w dziale realizacji przychód/kwartał wyniósł średnio 132,8 tys. PLN w roku obrotowym 2022/23.

Poprawa produktywności jednego pracownika Sygnity per kwartał (tys. PLN)



Źródło: Sygnity

EBITDA w 4Q'23 na poziomie 17,4 mln PLN i była wyższa R/R o 7,1%. Zysk Amortyzacja utrzymywała się R/R na stabilnym poziomie (2,2-2,3 mln PLN). Stąd EBIT wyniósł 15,2 mln PLN i był wyższy R/R o 9,4%.

Zysk netto

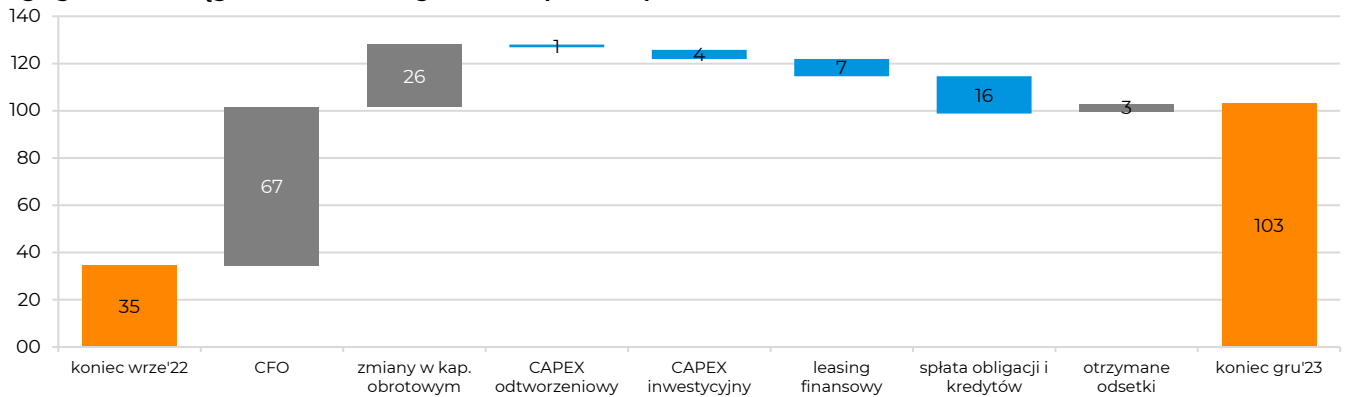
Zysk netto wyniósł 20,2 mln PLN w kalendarzowym 4Q'23 i był wyraźnie wyższy niż zysk osiągnięty rok wcześniej na poziomie 10,6 mln PLN. Zwracamy uwagę na dwa elementy:

- (1) Sygnity odnotowało przychody finansowe netto na poziomie 0,7 mln PLN z/w na stan gotówki netto
- (2) Spółka zaksięgowła „dodatni podatek” w wysokości 4,4 mln PLN vs. -2,6 mln PLN rok wcześniej, co wynikało głównie uwzględniania ulgi podatkowej na działalność badawczo-rozwojową oraz ulgi podatkowej IP BOX.

Zadłużenie, generacja gotówki

Na koniec grudnia 2023 Sygnity wykazało stan gotówki na poziomie 103 mln PLN, co implikuje dług netto rzędu -1,5x EBITDA. Na wzrost gotówki wpływ miała korzystna zmiana na kapitale obrotowym.

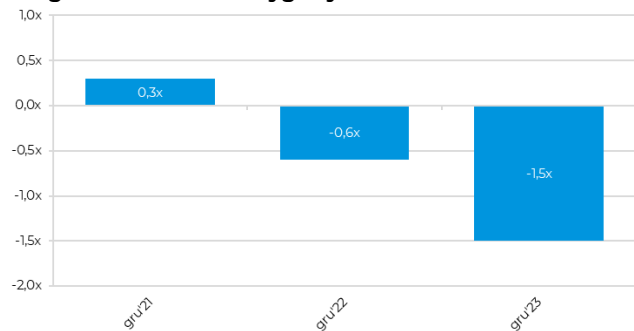
Bridge gotówki w ciągu roku obrotowego 2022/23 (mln PLN)



Źródło: Sygnity

Tym samym spółka zwiększyła relację gotówki netto do EBITDA z -0,6x na koniec 2022 do -1,5x na koniec 2023 roku.

Dług netto/EBITDA w Sygnity



Podsumowując sytuację finansową, Sygnity dość istotnie zredukowało nierentowne projekty, zaproponowało wyższe stawki swoim niektórym klientom oraz zredukowało zatrudnienie we wszystkich działach. Stąd odniosło poprawę wyników finansowych.

Przejęcia

W lutym'23 Zarząd Sygnity poinformował o nowej strategii. Zakładała ona od 3 do 5 akwizycji rocznie. Spółka zapowiadała poszukiwanie podmiotów z własnymi produktami i IP – rozwiązaniami krytycznymi dla klientów w poszczególnych branżach, chciała koncentrować się na vertical market software B2B, głównie w Polsce i ewentualnie na rynku CEE – spółkach z min. 5-letnią historią i bazą powtarzalnych przychodów (rzędu kilkunastu mln PLN rocznie). Jednocześnie Zarząd zapowiedział akceptowalny poziom długu netto (do 3x EBITDA) i określił ewentualną emisję akcji jako „ostateczność”. W trakcie 2023 r. spółka aktywnie monitorowała rynek uczestnicząc w rozmowach z potencjalnymi celami akwizycyjnymi, złożyła 21 wstępnych niewiążących ofert nabycia spółek. Dotychczas przejęto dwa podmioty:

Edrana Baltic

Na początku grudnia 2023 podpisano warunkową umowę kupna spółki Edrana Baltic za ok. 2,7 mln EUR. Podstawowa działalność spółki polega na wdrażaniu, rozwijaniu i utrzymywaniu autorskich systemów IT klasy ERP na rynkach litewskim i łotewskim. Edrana Baltic oferuje rozwiązania informatyczne dla przedsiębiorstw, ale też instytucji sektora publicznego. Przychody podmiotu w 2022 r. wyniosły 2,83 mld EUR, po wzroście o ponad 20% R/R. Zysk netto z kolei wyniósł 0,31 mln EUR (vs. 0,12 mln EUR w 2022 r.)



Sagra Technology

Z kolei w marcu 2024 Sygnity stała się właścicielem całości akcji spółki Sagra Technology. Zapisy umowne zakładają, że wartość transakcji sięgnie maksymalnie kwoty 42,3 mln PLN. Sagra Technology to firma z ponad 30-letnim doświadczeniem, specjalizuje się w rozwiązaniach klasy Business Intelligence, Sales Force Automation oraz rozwiązaniach mobilnych. Sagra ma historię ponad 350 klientów, w tym tak znane marki jak Philips, Polpharma, Johnson & Johnson czy L'oreal. Jednym z kluczowych produktów firmy jest EMIGO, system zarządzania biznesem wykorzystywany w branży farmaceutycznej, chemicznej, kosmetycznej, FMCG, materiałów budowlanych i dekoracyjnych.



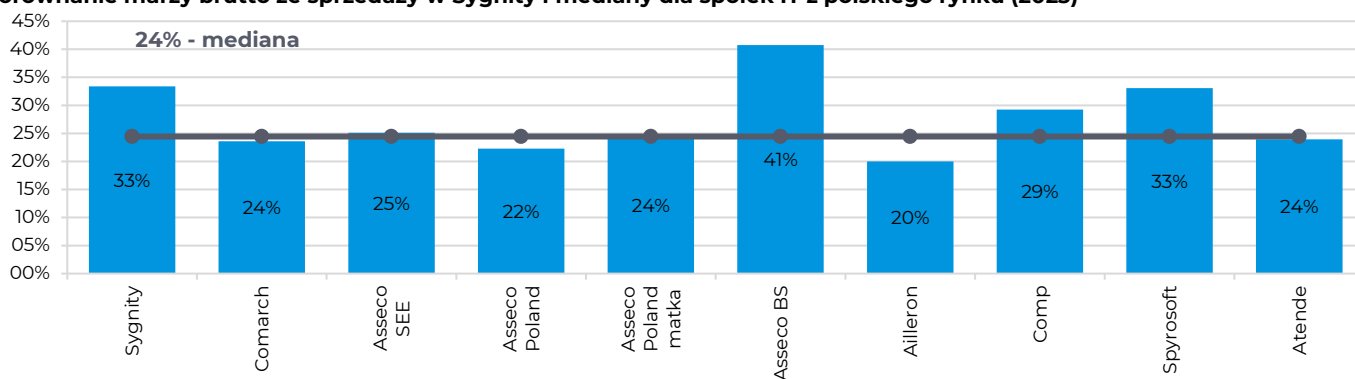
Jesteśmy pozytywnie nastawieni do rozwoju poprzez przejęcia, zwłaszcza kiedy Sygnity wykazuje gotówkę netto i obecnie posiada dość duże możliwości przejęcia (bez emisji akcji oceniamy je nawet na 200 mln PLN). Niestety tempo realizacji przejęć nie jest bardzo szybkie. Biorąc pod uwagę 21 niewiążących ofert, które Sygnity zaoferowało w ostatnich kwartałach, konkurencja na rynku M&A jest dość wysoka. Liczymy na kolejne przejęcia.

Prognoza wyników na 2024 i kolejne lata

Nowe prognozy wyników na lata 2024-26 opieramy na następujących założeniach:

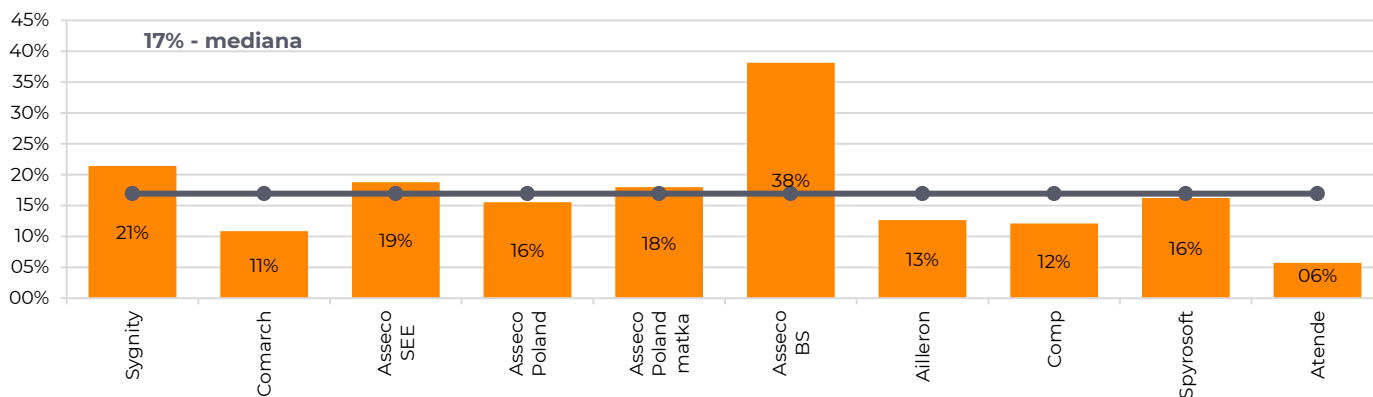
- (1) Zakładamy dalszy wzrost wartości jednego projektu, co będzie częściowo wynikiem negocjacji stawek z kontrahentami
- (2) Marżę brutto ze sprzedaży w Sygnity bez przejęć szacujemy na ok. 34,9% w 2024 r. oraz 35,3% w 2025 r. - pozostaje ona na stabilnym poziomie w kolejnych latach. W tym miejscu przedstawiamy porównanie rentowności zysku brutto ze sprzedaży w Sygnity vs. spółki IT z polskiego rynku. Jak widać, Sygnity odznacza się bardzo wysoką rentownością, istotnie powyżej średniej. Naszym zdaniem spółce trudno będzie zwiększać dalej marżę.

Porównanie marży brutto ze sprzedaży w Sygnity i mediany dla spółek IT z polskiego rynku (2023)



Źródło: Bloomberg

Porównanie marży EBITDA w Sygnity i mediany dla spółek IT z polskiego rynku (2023)



Źródło: Bloomberg

- (3) Koszty sprzedaży pozostają na poziomie 2,8% vs. obrót
- (4) Koszty ogólnego Zarządu spadają z poziomu 14,0% w 2023 r. do ok. 11% w okresie rezydualnym
- (5) Zakładamy neutralny wpływ kosztów finansowych netto z/w na stan gotówki netto
- (6) Konsolidujemy wyniki przejętych spółek Erdana i Sagre od 2024 r.

RZiS

(mln PLN)	2022 Skor.	2023 Skor.	2024P	2025P	2026P
przychody	219,1	229,3	284,6	314,6	339,3
R/R	6,4%	4,7%	24,1%	10,6%	7,8%
EBIT	31,1	39,2	50,5	58,7	65,7
marża	14,2%	17,1%	17,7%	18,6%	19,4%
amortyzacja	10,5	9,9	10,5	10,2	10,6
EBITDA	41,5	49,0	60,9	68,9	76,2
dział. Finansowa	-1,9	0,6	0,0	0,0	0,0
zysk brutto	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
marża	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
podatek	2,5	-0,4	-8,2	-10,1	-11,5
dział. zaniechana	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zysk netto	31,6	39,3	42,2	48,6	54,1

Bilans

(mln PLN)	2022 Skor.	2023 Skor.	2024P	2025P	2026P
aktywa trwałe	186,6	179,2	235,8	238,7	241,8
goodwill	157,2	157,2	157,2	157,2	157,2
aktywa obrot.	114,1	147,0	135,3	184,3	238,9
zapasy	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
należności	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2
gotówka	72,4	102,9	87,5	132,4	182,5
kapitały wł.	179,9	220,6	263,8	312,4	366,5
mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zob. długo.	27,3	16,7	16,7	16,7	16,7
kredyty	0,0	12,0	12,0	12,0	12,0
obligacje	18,2	0,0	0,0	0,0	0,0
zob. krótko.	93,6	88,9	90,6	93,9	97,4
kredyty	0,0	12,0	12,0	12,0	12,0
obligacje	18,7	0,1	0,1	0,1	0,1
zob. handlowe i pozostałe	36,6	38,3	39,9	43,3	46,8
dług netto	-35,5	-78,8	-63,4	-108,3	-158,4
DN/EBITDA	-0,9	-1,6	-1,0	-1,6	-2,1

Źródło: mBank

Rachunek CF

(mln PLN)	2022 Skor.	2023 Skor.	2024P	2025P	2026P
CF oper.	55,1	54,8	51,2	58,1	63,7
kapitał obrot.	18,1	0,2	-0,4	-0,7	-0,9
CF inw.	-8,2	-3,8	-58,8	-5,4	-5,8
CAPEX	-8,2	-3,8	-4,9	-5,4	-5,8
CF fin.	-26,4	-20,5	-7,8	-7,8	-7,8
zmiana długu	-18,0	-9,0	0,0	0,0	0,0
CF	20,4	30,6	-15,4	45,0	50,1
CFO/EBITDA	132,6%	111,8%	84,0%	84,4%	83,6%
FCFF	39,0	45,3	38,4	45,0	50,1
FCFF/EV	2,7%	3,3%	2,8%	3,3%	3,9%
FCFE	38,4	42,2	38,4	45,0	50,1
FCFE/MCAP	2,6%	2,9%	2,6%	3,1%	3,4%
ROIC	17,4%	22,2%	23,9%	23,5%	25,8%
ROCE	15,0%	17,6%	19,5%	19,2%	18,4%
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

	2022 Skor.	2023 Skor.	2024P	2025P	2026P
P/E	46,1	37,1	34,5	30,0	26,9
P/CE	34,6	29,6	27,6	24,7	22,5
EV/EBITDA	34,2	28,1	22,9	19,6	17,0
EV/EBIT	45,7	35,2	27,6	23,0	19,8
P/S	6,6	6,4	5,1	4,6	4,3
P/BV	8,1	6,6	5,5	4,7	4,0
P/FCFE	37,9	34,6	37,9	32,4	29,1
marża EBITDA	19,0%	19,0%	21,4%	22,0%	22,7%
zm. EBITDA r/r	-8,1%	18,0%	24,2%	13,1%	10,6%
marża netto	14,4%	17,1%	14,8%	15,5%	15,9%
zm. netto r/r	19,2%	24,3%	7,5%	15,1%	11,3%
cena (PLN)	64,0	64,0	64,0	64,0	64,0
l. akcji (mln)	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
MCap	1456,6	1456,6	1456,6	1456,6	1456,6
EV	1421,1	1377,7	1393,2	1348,2	1298,1



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 księgowa), 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_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 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 Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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 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.

W Biurze maklerskim mBanku S.A. („BM”) obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne, ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Poszczególne rodzaje działalności maklerskiej zostały rozdzielone w ramach wewnętrznej struktury organizacyjnej BM, w szczególności departament sporządzający analizy został wydzielony od innej działalności maklerskiej. Stworzono „chińskie mury”, czyli bariery informacyjne uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi komórkami organizacyjnym lub pracownikami BM.

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.

Emitent jest klientem BM.

Emitent jest kontrahentem mBank S.A.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 15 kwietnia 2024 r. o godzinie 07:23. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 15 kwietnia 2024 r. o godzinie 08:42.

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 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.

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
data wydania	2023-09-15	2023-04-26
cena docelowa (PLN)	21,60	20,70
kurs z dnia rekomendacji	32,80	40,50

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, deweloperzy

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 | +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Kowalczyk
+48 789 868 634 | +48 22 697 47 44
andrzej.kowalczyk@mbank.pl

Karol Kułaj
+48 509 602 984 | +48 22 697 49 85
karol.kulaj@mbank.pl

Paweł Cyłkowski
+48 503 684 130 | +48 22 697 47 31
pawel.cylkowski@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 605 848 003 | +48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 512 756 702 | +48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 784 449 962 | +48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 696 427 249 | +48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Maciej Sokołowski
dyrektor
maciej.sokolowski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl