

wtorek, 18 października 2022 | aktualizacja raportu

## Sygnity: sprzedaż (podtrzymana)

SGN.PW; SGN.WA | IT, Polska

### Zbyt wysoka wycena, niskie szanse na poprawę rentowności

Notowania Sygnity spadły w ciągu ostatniego miesiąca o 20% i były gorsze niż szeroki indeks o 14 p.p. niemniej jednak wciąż podtrzymujemy negatywne nastawienie do spółki. Nasz model wyceny aktualizujemy po wynikach za 9M'21/22. Przychody ze sprzedaży są w trendzie wzrostowym od kilku kwartałów z wyraźnym przyspieszeniem w kalendarzowym 2Q'22. Niemniej jednak presja na wynagrodzenia w branży IT pozostaje wysoka (co najmniej +10% R/R). Stąd wciąż oczekujemy niewielkiej deterioracji rentowności wyników w nadchodzących kwartałach. Nasza nowa prognoza zysku EBITDA na okres 2022/23 to 42,0 mln PLN (-7,0% vs. poprzednie estymacje), a zysku netto 25,4 mln PLN (-4,1% vs. poprzednia prognoza). Oczekiwany poziom wyników implikuje wskaźniki EV/EBITDA oraz P/E na poziomie 9,4x i 16,1x, tj. blisko 16%/31% więcej niż mediana dla spółek porównywalnych. Poziom wskaźników jest istotnie wyższy niż wyceny Asseco Poland czy Comarch. Obie spółki są (także ze względu na wielkość i płynność) ciekawszymi typami inwestycyjnymi przy obecnym poziomie notowań. W naszym modelu wyceny przyjmujemy poziom ryzyka rynkowego w modelu DCF = 6,00% oraz nowy poziom stóp RFR w okresie 2022/30. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 13,30 PLN, co implikuje blisko 27% potencjał spadkowy. Nasze aktualne zalecenie inwestycyjne to sprzedaż.

#### Dobry 3Q'2021/22

W 3Q'21/22 Sygnity zaraportowało istotny wzrost przychodów, pierwszy raz od dłuższego czasu. W poprzednich dwóch kwartałach dynamika R/R wahała się na poziomie +2-4%. Jednak z drugiej strony rentowność brutto ze sprzedaży spółki wciąż osłabia się (jak w poprzednich dwóch kwartałach), a koszty SG&A wzrosły R/R. Stąd Sygnity zaraportowało dość duży spadek zysków. Wzrost przychodów jest wciąż zbyt niski by zrekomensować presję kosztową.

#### 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 ekspertów rynkowych średnio stawki wynagrodzeń w IT rosły w 2021 roku w wysokim jednocyfrowym tempie (w tym niektóre kategorie zawodowe zanotowały wzrost o >10% R/R). Brak możliwości zatrudnienia odpowiedniej ilości wykwalifikowanych pracowników oraz wzrost kosztów pracy to ryzyko dla Sygnity.

#### Znów duże kontrakty dla administracji publicznej

Sygnity ma wciąż 41% udział sektora publicznego w przychodach (dane za 1H'2021/22), a sektor ten odpowiada w dużej mierze za wzrost przychodów. Ponadto, spółka poinformowała ostatnio o kolejnych dużych zamówieniach dla Ministerstwa Finansów. Po problemach Sygnity w sektorze publicznym sprzed kilku lat, preferowalibyśmy zmniejszanie ekspozycji na ten sektor.

(mln PLN)	19/20	20/21	21/22P	22/23P	23/24P
przychody	230,0	204,1	215,5	229,2	240,4
EBITDA	53,0	61,0	39,7	42,0	43,8
marża EBITDA	23,1%	29,9%	18,4%	18,3%	18,2%
EBIT	36,9	49,2	29,1	31,1	32,8
zysk netto	29,2	46,6	28,5	25,4	26,5
P/E	14,0	8,8	14,4	16,1	15,5
P/CE	9,0	7,0	10,5	11,3	10,9
P/BV	4,3	2,9	2,4	2,1	1,8
EV/EBITDA	8,7	7,4	10,5	9,4	8,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DYield	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

cena bieżąca	18,15 PLN
cena docelowa	13,30 PLN
kapitalizacja	410 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,8 mln PLN

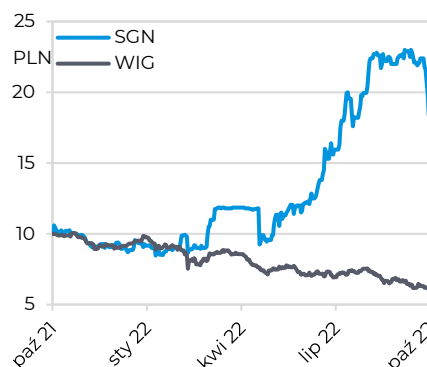
#### Struktura akcjonariatu

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	13,30	13,50	sprzedaż	sprzedaż
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Sygnity	18,15	13,30	-26,7%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		21/22P	22/23P	23/24P
przychody ze sprzedaży		+1,0%	+2,3%	+2,6%
EBITDA		-10,4%	-7,0%	-4,6%
zysk netto		+16,7%	-4,1%	-2,0%

#### Analitik:

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

## Czynniki ryzyka

### 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 wyniesie on na koniec roku 2021/22 ok. 8 mln PLN, tj. 0,2x 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 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 ekspertów rynkowych średnio stawki wynagrodzeń w IT rosły w 2021 roku w wysokim jednocyfrowym tempie (w tym niektóre kategorie zawodowe zanotowały wzrost o >10% R/R). 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'22 Sygnity zaraportowało z tytułu wystawionych gwarancji należytego wykonania umów i usuwania wad i usterek kwotę 13,2 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 13,30 PLN

### Podsumowanie wyceny spółki

(PLN)	waga	cena
wycena porównawcza	50%	12,34
wycena DCF	50%	11,99
	cena wynikowa	12,17
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>13,30</b>

Źródło: mBank

## Wycena porównawcza

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

z okresów 2021/22, 2022/23 oraz 2023/24 odpowiednio. Stosujemy dyskonto 15% 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		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Sap	18,3	15,8	14,0	13,6	12,0	10,7
Oracle	13,7	13,2	11,6	11,7	10,0	9,3
Cap Gemini	15,6	14,0	12,5	10,0	9,2	8,3
Sage Group	26,2	23,3	20,8	17,1	15,3	13,9
Atos	17,2	6,2	3,4	4,7	4,3	3,6
Software AG	15,2	12,3	10,3	9,7	8,2	7,0
Indra Sistemas	8,2	7,6	6,9	5,2	5,0	4,7
Computacenter	14,7	13,0	11,5	11,6	10,5	9,6
Asseco Poland	11,6	11,4	10,9	6,1	5,9	5,7
Comarch	11,4	12,1	10,5	4,1	5,5	6,7
maksimum	26,2	23,3	20,8	17,1	15,3	13,9
minimum	8,2	6,2	3,4	3,4	3,6	3,4
<b>mediana</b>	14,7	12,3	10,9	9,7	8,2	7,0
Sygnity**	14,4	16,1	15,5	10,5	9,4	8,5
premia (dyskonto)	-2,4%	31,0%	42,0%	8,5%	15,8%	21,5%
<b>Implikowana wycena</b>						
wycena 1 akcji (PLN)	17,92	11,89	11,88	18,02	13,87	13,54
waga wskaźnika		50%			50%	
waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>wartość firmy na akcję (PLN)*</b>	<b>12,34</b>					

Źródło: mBank, \* po dyskoncie 15%; \*\* okresy odpowiednio: 2021/22, 2022/23, 2023/24;

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Sygnity w latach 2021/22-2030/31.
- 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 2020/21 ex. MSSF16.
- Wartość amortyzacji w okresie rezydualnym jest równa sumie nakładów inwestycyjnych.

### Model DCF

(mIn PLN)	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P	27/28P	28/29P	29/30P	30/31P	30/31+
<b>EBIT</b>	<b>29,1</b>	<b>31,1</b>	<b>32,8</b>	<b>34,3</b>	<b>35,8</b>	<b>37,2</b>	<b>38,7</b>	<b>40,2</b>	<b>41,7</b>	<b>43,1</b>	
marża EBIT	13,5%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,5%	13,4%	13,4%	13,3%	13,2%	
opodatkowanie EBIT	5,5	5,9	6,2	6,5	6,8	7,1	7,4	7,6	7,9	8,2	
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>23,5</b>	<b>25,2</b>	<b>26,6</b>	<b>27,8</b>	<b>29,0</b>	<b>30,2</b>	<b>31,4</b>	<b>32,6</b>	<b>33,8</b>	<b>34,9</b>	
amortyzacja	3,1	3,2	3,4	3,6	3,7	3,9	4,1	4,3	4,4	4,6	
CAPEX	-5,7	-5,8	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7	-5,6	-5,6	-4,4	-4,6	
kapitał obrotowy i pozostałe	8,6	-1,3	-1,5	-1,6	-1,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>FCF</b>	<b>29,5</b>	<b>21,4</b>	<b>22,7</b>	<b>24,0</b>	<b>25,2</b>	<b>28,3</b>	<b>29,8</b>	<b>31,2</b>	<b>33,7</b>	<b>34,9</b>	<b>35,6</b>
WACC	12,3%	12,3%	12,6%	12,8%	11,4%	11,2%	11,8%	11,7%	11,8%	11,8%	
współczynnik dyskonta	0,98	0,87	0,77	0,68	0,61	0,55	0,49	0,44	0,40	0,35	
<b>PV FCF</b>	<b>28,8</b>	<b>18,6</b>	<b>17,5</b>	<b>16,4</b>	<b>15,5</b>	<b>15,6</b>	<b>14,7</b>	<b>13,8</b>	<b>13,3</b>	<b>12,3</b>	
WACC	12,3%	12,3%	12,6%	12,8%	11,4%	11,2%	11,8%	11,7%	11,8%	11,8%	10,5%
koszt długu	7,5%	7,3%	7,6%	7,8%	6,4%	6,2%	6,8%	6,7%	6,8%	6,8%	5,5%
stopa wolna od ryzyka	6,5%	6,3%	6,6%	6,8%	5,4%	5,2%	5,8%	5,7%	5,8%	5,8%	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	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
koszt kapitału własnego	12,5%	12,3%	12,6%	12,8%	11,4%	11,2%	11,8%	11,7%	11,8%	11,8%	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)	431,0
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	149,0
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	166,5
Wartość firmy (EV)	315,5
Skor. dług netto (koniec 2020/21)	42,5
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	272,9
Liczba akcji (mln)	22,8
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>11,99</b>
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	9,4%
<b>Cena docelowa</b>	<b>13,11</b>

EV/EBITDA ('22) dla ceny docelowej	7,9
P/E. ('22) dla ceny docelowej	10,5
Udział TV w EV	47,2%

Zródło: mBank

### Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC +1,0 p.p.	11,03	11,32	11,65	12,01	12,42
WACC +0,5 p.p.	11,63	11,97	12,34	12,76	13,23
WACC	12,29	12,68	<b>13,11</b>	13,60	14,15
WACC -0,5 p.p.	13,03	13,48	13,98	14,56	15,21
WACC -1,0 p.p.	13,86	10,99	11,41	11,89	12,44

## Wyniki za kalendarzowy 2Q'22

### Wyniki za 3Q'21/22 wypadły poniżej naszych oczekiwań.

Przychody ze sprzedaży wyniosły 54,2 mln PLN, co oznacza wzrost R/R o blisko 9%. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 30,5% (spadek o 1,6 p.p. R/R). Koszty SG&A wyniosły 10,2 mln PLN (vs. 8,1 mln PLN rok wcześniej). Saldo na pozostałej działalności operacyjnej było na poziomie +0,2 mln PLN. EBIT wyniósł 6,5 mln PLN, EBITDA 9,2 mln PLN. **Wynik EBITDA byłby niższy R/R o 17%**. Saldo na działalności finansowej netto wyniosło 0,0 mln PLN. Efektywna stopa podatkowa była równa 16,9%. Sygnity zanotowało ostatecznie zysk netto równy 5,4 mln PLN.

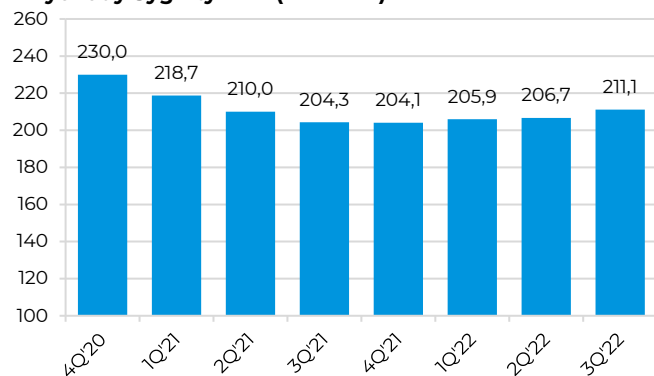
### Wyniki za kalendarzowy 2Q'22

(mln PLN)	3Q'21/22	3Q'20/21	R/R	3Q'21/22P	różnica
przychody	54,2	49,8	8,9%	52,0	4,2%
EBITDA	9,2	11,0	-16,6%	10,1	-9,3%
marża	17,0%	22,2%	-	19,5%	-
EBIT	6,5	8,2	-21,1%	7,5	-13,4%
zysk brutto	6,5	7,1	-8,2%	5,6	15,5%
zysk netto	5,4	5,6	-3,2%	4,5	18,5%

Źródło: Sygnity, mBank

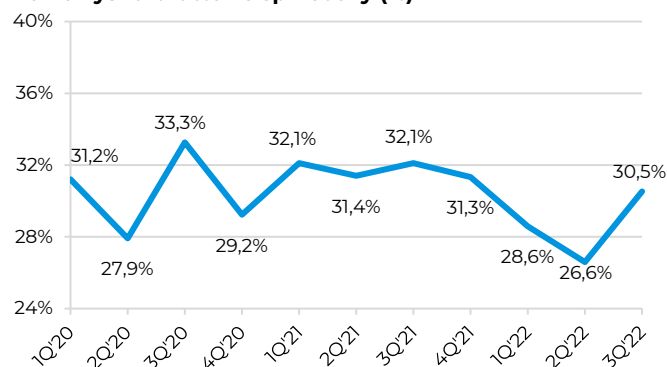
W kalendarzowym 2Q'22 Sygnity zaraportowało istotny wzrost przychodów, **pierwszy raz od dłuższego czasu**. W poprzednich dwóch kwartałach dynamika R/R wahała się na poziomie +2-4%. Jednak z drugiej strony rentowność brutto ze sprzedaży spółki wciąż osłabia się (jak w poprzednich dwóch kwartałach), a koszty SG&A wzrosły R/R. Stąd Sygnity zaraportowało dość duży spadek zysków. Wzrost przychodów jest wciąż zbyt niski by zrekomensować presję kosztową.

### Przychody Sygnity LTM (mln PLN)



Źródło: Sygnity

### Marża zysku brutto ze sprzedaży (%)



Źródło: Sygnity, mBank

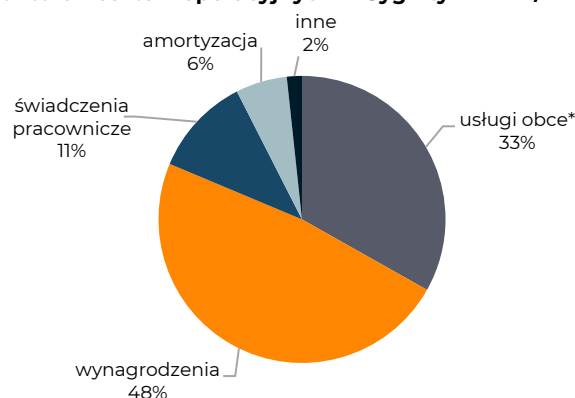
## Outlook po wynikach za kalendarzowy 2Q'22

Zarząd Sygnity nie podał wartości portfela zamówień po wynikach 3Q'21/22. Niemniej jednak widzimy przełom w dynamice przychodów, a spółka poinformowała w ostatnich miesiącach o kilku dużych kontaktach, np.

- (1) o umowie ramowej z Centrum Informatyki Ministerstwa Finansów na realizację prac związanych z wytwarzaniem, wdrażaniem lub utrzymywaniem systemów IT na 24 miesiące, której maksymalna wartość to 99 mln PLN brutto
- (2) oraz o umowie ramowej także z Ministerstwem Finansów na udostępnienie wyspecjalizowanego personelu, zawartej na 36 miesięcy, której łączna maksymalna wartość to 77,2 mln PLN brutto.

Stąd, podnosimy w górę prognozy przychodów w naszym modelu finansowym. Niemniej jednak najważniejszym kosztem grupy pozostają świadczenia na rzecz informatyków. Te rosną w tempie >10% rocznie. Stąd, w scenariuszu bazowym przyjmujemy w dalszym ciągu delikatne osłabianie się rentowności brutto ze sprzedaży. Jeśli spółka będzie prowadziła rozsądną politykę w ramach kosztów SG&A, rentowność zysku EBITDA powinna oscylować na poziomie 14,5-15%.

### Struktura kosztów operacyjnych w Sygnity w 1H'21/22



Źródło: Sygnity, \*zawierają w dużej mierze koszty wynagrodzeń

Jednocześnie obniżamy prognozę wyniku **EBITDA**.

### Zmiana prognoz dla Sygnity

(mln PLN)	przychody '21/22	przychody '22/23	EBITDA'21/22	EBITDA'22/23
stara prognoza	213,3	224,1	44,3	45,1
nowa prognoza	215,5	229,2	39,7	42,0
zmiana	+1,0%	+2,3%	-10,4%	-7,0%

Źródło: mBank

**RZiS**

(mln PLN)	19/20	20/21	21/22P	22/23P	23/24P
<b>przychody</b>	<b>230,0</b>	<b>204,1</b>	<b>215,5</b>	<b>229,2</b>	<b>240,4</b>
R/R	-2,0%	-11,3%	5,6%	6,4%	4,9%
COGS	160,0	139,3	153,2	163,7	172,0
zysk brutto na sprzedaży	69,9	64,8	62,3	65,6	68,4
pozostałe przychody operacyjne	1,3	15,5	0,9	0,0	0,0
koszty sprzedaży i marketingu	8,7	6,7	7,0	7,5	7,8
koszty ogólnego zarządu	24,7	23,9	27,0	27,0	27,8
pozostałe koszty operacyjne	1,0	0,6	0,1	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>36,9</b>	<b>49,2</b>	<b>29,1</b>	<b>31,1</b>	<b>32,8</b>
marża	16,0%	24,1%	13,5%	13,6%	13,6%
amortyzacja	16,2	11,8	10,7	10,8	11,0
<b>EBITDA</b>	<b>53,0</b>	<b>61,0</b>	<b>39,7</b>	<b>42,0</b>	<b>43,8</b>
dział. finansowa	-7,1	3,2	-1,9	-0,5	-0,5
zysk brutto	29,8	52,3	27,2	30,6	32,3
marża	13,0%	25,6%	12,6%	13,4%	13,4%
podatek	-2,0	-5,8	1,3	-5,2	-5,8
dział. zaniechana	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>zysk netto</b>	<b>29,2</b>	<b>46,6</b>	<b>28,5</b>	<b>25,4</b>	<b>26,5</b>

**Bilans**

(mln PLN)	19/20	20/21	21/22P	22/23P	23/24P
<b>aktywa trwałe</b>	<b>202,5</b>	<b>188,9</b>	<b>191,5</b>	<b>194,0</b>	<b>196,4</b>
rzeczowe	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3
niematerialne	6,2	4,2	6,9	9,4	11,8
goodwill	157,2	157,2	157,2	157,2	157,2
<b>aktywa obrot.</b>	<b>93,9</b>	<b>90,2</b>	<b>118,0</b>	<b>143,3</b>	<b>169,3</b>
zapasy	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
należności	31,8	39,5	32,9	36,6	40,0
gotówka	38,5	24,8	59,2	80,8	103,4
<b>kapitały wł.</b>	<b>94,3</b>	<b>141,6</b>	<b>170,1</b>	<b>195,5</b>	<b>222,0</b>
mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>zob. długo.</b>	<b>93,2</b>	<b>48,8</b>	<b>48,8</b>	<b>48,8</b>	<b>48,8</b>
kredyty	13,5	0,0	0,0	0,0	0,0
obligacje	2,1	36,0	36,0	36,0	36,0
<b>zob. krótko.</b>	<b>108,9</b>	<b>88,7</b>	<b>90,6</b>	<b>93,0</b>	<b>94,9</b>
kredyty	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0
obligacje	6,6	18,1	18,1	18,1	18,1
zob. handlowe i pozostałe	66,7	35,3	37,3	39,7	41,6
<b>dług netto</b>	<b>54,0</b>	<b>42,5</b>	<b>8,1</b>	<b>-13,5</b>	<b>-36,1</b>
DN/EBITDA	1,0	0,7	0,2	-0,3	-0,8

Zródło: mBank

**Rachunek CF**

(mln PLN)	19/20	20/21	21/22P	22/23P	23/24P
<b>CF oper.</b>	<b>52,0</b>	<b>20,2</b>	<b>55,4</b>	<b>35,5</b>	<b>36,5</b>
kapitał obrot.	3,5	-24,3	8,6	-1,3	-1,5
<b>CF inw.</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,7</b>
CAPEX	-1,7	-0,4	-5,7	-5,8	-5,7
<b>CF fin.</b>	<b>-30,1</b>	<b>-30,8</b>	<b>-15,3</b>	<b>-8,1</b>	<b>-8,1</b>
zmiana długu	-11,5	22,5	0,0	0,0	0,0
<b>CF</b>	<b>19,9</b>	<b>-12,6</b>	<b>33,3</b>	<b>21,6</b>	<b>22,6</b>
CFO/EBITDA	98,0%	33,1%	83,5%	86,1%	84,2%
FCFF	41,9	9,6	42,1	22,1	23,1
<b>FCFF/EV</b>	<b>9,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,2%</b>
FCFE	43,2	-25,3	49,7	29,7	30,7
<b>FCFE/MCAP</b>	<b>10,5%</b>	<b>-6,2%</b>	<b>12,1%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,5%</b>
ROIC	25,6%	29,6%	16,0%	17,3%	17,8%
ROCE	22,3%	26,0%	14,2%	13,4%	12,7%
DPS	0	0	0	0	0
wsk. wypłaty	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>DYield</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>

**Wskaźniki**

	19/20	20/21	21/22P	22/23P	23/24P
<b>P/E</b>	<b>14,0</b>	<b>8,8</b>	<b>14,4</b>	<b>16,1</b>	<b>15,5</b>
P/CE	9,0	7,0	10,5	11,3	10,9
<b>EV/EBITDA</b>	<b>8,7</b>	<b>7,4</b>	<b>10,5</b>	<b>9,4</b>	<b>8,5</b>
EV/EBIT	12,6	9,2	14,4	12,7	11,4
P/S	1,8	2,0	1,9	1,8	1,7
P/BV	4,3	2,9	2,4	2,1	1,8
P/FCFE	9,5	-16,2	8,2	13,8	13,3
<b>marża EBITDA</b>	<b>23,1%</b>	<b>29,9%</b>	<b>18,4%</b>	<b>18,3%</b>	<b>18,2%</b>
zm. EBITDA r/r	41,8%	15,0%	-34,9%	5,7%	4,4%
marża netto	12,7%	22,8%	13,2%	11,1%	11,0%
<b>zm. netto r/r</b>	<b>83,4%</b>	<b>59,4%</b>	<b>-38,9%</b>	<b>-10,7%</b>	<b>4,1%</b>
cena (PLN)	18,15	18,15	18,15	18,15	18,15
l. akcji (mln)	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
<b>MCap</b>	<b>410</b>	<b>410</b>	<b>410</b>	<b>410</b>	<b>410</b>
<b>EV</b>	<b>464</b>	<b>452</b>	<b>418</b>	<b>396</b>	<b>374</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) - 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/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\\_rynnek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](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 stanowił 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, 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.

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 18 października 2022 o godzinie 07:40.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 18 października 2022 o godzinie 08:40.

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	akumuluj	redukuj	kupuj
data wydania	2022-07-08	2022-05-06	2022-04-07	2022-03-04
cena docelowa (PLN)	13,50	10,70	10,70	10,70
kurs z dnia rekomendacji	15,80	9,40	11,80	9,18



## mBank S.A.

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

### Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 667 770 837  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

dr Paweł Wieprzowski  
+48 789 443 768  
[pawel.wieprzowski@mbank.pl](mailto:pawel.wieprzowski@mbank.pl)  
przemysł, górnictwo

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

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

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

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

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

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

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

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

Kamil Szymański  
dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

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