

czwartek, 18 marca 2021 | aktualizacja raportu

Sygnity: trzymaj (obniżona)

SGN PW; SGN.WA | IT, Polska

Uгода z Fast Enterprises, ale spadek przychodów

Od momentu wydania naszej wrześniowej rekomendacji kurs Sygnity wzrósł o >54%. W tym czasie spółka zawarła ugodę z Fast Enterprises, podwykonawcą na projekcie e-Podatki i tym samym rozwiązała ostatni „duży problem” z trudnego dla spółki okresu 2014-17. Sytuacja kredytowa grupy uległa dużej poprawie, na koniec września'21 szacujemy dług netto/EBITDA = 0,6x. Sygnity generuje wysoki strumień gotówki (FCFE = 26-27 mln PLN, co implikuje Yield rządu 10%). Z drugiej strony spółka zaraportowała rozczarowujący zestaw wyników za 1Q'20/21 i przedstawiła dość słaby outlook na rok obrotowy 2020/21. Portfel zamówień po 1Q'20/21 jest niższy R/R o 14%. Szansą na odbudowę przychodów są dwa duże zamówienia ramowe, które spółka podpisała w październiku'20, jednak sądzimy że powtórzenie wyników 2019/20 jest mało prawdopodobne. De facto zakładamy, że skorygowana EBITDA MSSF16 będzie niższa R/R o 5,8% R/R. Sygnity jest wciąż notowane na atrakcyjnym poziomie EV/EBITDA'20/21 = 5,9x i P/E'20/21 = 9,1x (oczyszczone o zdarzenia jednorazowe), jednak sądzimy że następna fala wzrostu notowań walorów spółki wydarzy się dopiero przy powrocie Sygnity do wzrostu wyników. Aktualizujemy nasz model o wpływ ugody z Fast (duży pozytywny wpływ na wielkość długu netto), z drugiej strony obniżamy prognozy wyników. Wyznaczamy nowy poziom ceny docelowej na 11,60 PLN. Stąd, obniżamy zalecenie inwestycyjne do trzymaj z kupuj.

Uгода z Fast Enterprises

Sygnity zawarło ugodę z Fast Enterprises dotyczącą zakończenia sporu między stronami w związku z projektem e-Podatki. W ramach ugody Sygnity zapłaci dawnemu podwykonawcy 3,75 mln USD (równowartość ok. 14 mln PLN). Oba podmioty zrzekną się wzajemnych roszczeń związanych ze współpracą przy projekcie e-Podatki realizowanym dla Ministerstwa Finansów. W ten sposób Sygnity kończy wieloletni spór i jest naszym zdaniem gotowe do refinansowania.

Wyniki za kalendarzowy 4Q'20

Wyniki Sygnity za kalendarzowy 4Q'20 były obarczone wpływem ugody z Fast Enterprises i nie są porównywalne R/R. Po oczyszczeniu, zysk EBITDA wyniósłby 12,4 mln PLN i byłby 21% niższy R/R. Głównym powodem spadku były istotnie niższe obroty w segmencie publicznym (o >25%). Zarząd tłumaczy spadek słabszą kontraktacją w tym sektorze w kalendarzowym 1Q'20 i 2Q'20. Z kolei marża zysku brutto wyniosła 32,1% (+0,9 p.p. vs. rok wcześniej).

Outlook po wynikach 4Q'20

Sygnity liczy na nieco niższe przychody w 2020/21 oraz powtórzenie wyników ze względu na dalsze redukcje kosztów (w tym np. kosztów biura). Przedstawiony przez spółkę portfel zamówień wyniósł 196 mln PLN i jest niższy R/R o 14,0%. Stąd, zakładamy spadek przychodów ze sprzedaży w 2020/21 o 12 mln PLN R/R (tj. o 5,0% R/R). Oczyszczony zysk EBITDA (w MSSF16) powinien wynieść 50,0 mln PLN, co oznacza spadek o 5,8% R/R.

(mln PLN)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
Przychody	234,6	230,0	218,4	226,4	235,3
EBITDA	37,4	53,0	64,3*	50,2	50,4
marża EBITDA	15,9%	23,1%	29,4%	22,2%	21,4%
EBIT	29,4	36,9	48,3	34,2	34,1
Zysk netto	15,9	29,2	46,8	26,3	26,8
P/E	15,9	8,6	5,4**	9,6	9,4
P/CE	10,5	5,6	4,0	6,0	5,9
P/BV	3,8	2,7	1,8	1,5	1,3
EV/EBITDA	8,7	5,8	4,6**	5,3	4,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*oczyszczony wynik 50,0 mln PLN, ** oczyszczone wskaźniki EV/EBITDA i P/E to odpowiednio 5,9x i 9,1x

Cena bieżąca	11,10 PLN
Cena docelowa	11,60 PLN
Kapitalizacja	269 mln PLN
Free float	269 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,5 mln PLN

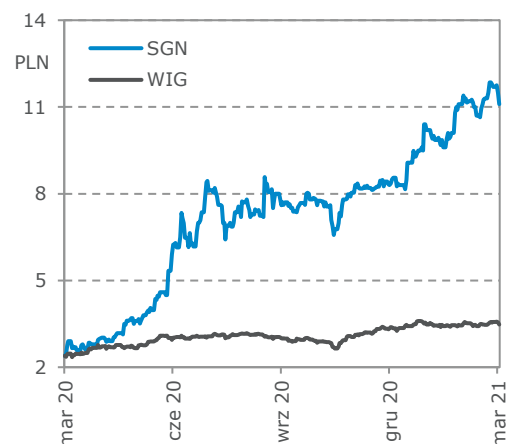
Struktura akcjonariatu

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	11,60	10,70	trzymaj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Sygnity	11,10	11,60	+4,5%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	20/21P	21/22P	22/23P
Przychody	-10,3%	-11,3%	-11,3%
Skor. EBITDA	-8,3%	-8,5%	-8,3%
Zysk netto	+66,3%	-8,5%	-7,5%

Analitik:

Paweł Szpigił
+48 22 438 24 06
pawel.szpigił@mbank.pl

Czynniki ryzyka

Ryzyko braku powodzenia restrukturyzacji

W 2017 r. Sygnity naruszyło kowenanty finansowe, jednak obligatariusze i banki finansujące powstrzymały się od egzekucji ich praw i zawarto porozumienie w sprawie restrukturyzacji. Na koniec grudnia'20 zobowiązania z tytułu umowy restrukturyzacyjnej wyniosły 69,6 mln PLN, z czego kwota 24,8 mln PLN przypadała do spłaty w ciągu kolejnych 12 miesięcy. Sygnity powinno wygenerować strumienie gotówki umożliwiające spłatę tychże zobowiązań. Istnieje ryzyko, że spółka w razie pogorszenia się warunków rynkowych lub problemów z realizacją obecnych kontraktów nie zdoła spłacić tychże zobowiązań i restrukturyzacja nie powiedzie się.

Ryzyko odpisu wartości firmy

Na koniec grudnia'20 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

Szacujemy, że dług netto wg MSSF16 Sygnity na koniec roku 2020/21 wyniesie ok. 41 mln PLN, tj. 0,6x EBITDA. Niemniej jednak spółka przechodzi restrukturyzację finansową i jej priorytetem jest spłata zaległych zobowiązań (w tym do Microsoft). Zwracamy także uwagę na dość niską bazę aktywów, co związane jest z mocno ograniczonymi wydatkami na cele inwestycyjne (CAPEX w 2019/20 okresie lip'19-czer'20 wyniósł jedynie 1,9 mln PLN, tj. zaledwie 0,8% przychodów, istotnie niższej niż amortyzacja/przychody). 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. Z drugiej strony, przyjmując że sytuacja finansowa Sygnity rozwija się zgodnie z nakreślonym przez nas scenariuszem, spółka ma potencjał do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami.

Ryzyko uzależnienia od dostawców rozwiązań

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

Ryzyko wzrostu kosztów pracy

Gros kosztów operacyjnych Sygnity to świadczenia pracownicze. Szacuje się, że podobnie jak w ostatnich latach, inflacja wynagrodzeń w branży IT, pomimo pandemii COVID-19, była wysoka. Według szacunków No Fluff Jobs, mediana wzrostu najwyższych wynagrodzeń doświadczonych specjalistów IT zwiększyła się o 10% R/R w 1H'20. 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 grudnia'20 Sygnity zaraportowało z tytułu wystawionych gwarancji należytego wykonania umów i usuwania wad i usterek kwotę 21,4 mln PLN (> 80% skorygowanego o zdarzenia jednorazowe zysku netto, który prognozujemy w 2020/2021 r.). 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 r.

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. Najbardziej znaczącą pozycją walutową są zobowiązania względem Microsoft wynikające z umowy restrukturyzacyjnej (41,8 mln PLN na koniec 2020).

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'20 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 4Q'20 spółka nie otrzymała ostatecznej decyzji.

Ryzyko związane z przetargiem dla Poczty Polskiej

W czerwcu'19 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 modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Sygnity szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 11,60 PLN.

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Sygnity w latach 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 2019/20 roku (wliczając do niego zobowiązania do Microsoft) w standardzie MSSF16. Z długu netto wyłączyliśmy roszczenia z powództwa Fast ujęte w bilansie na koniec 2019/20 w kwocie 38,6 mln PLN. Z drugiej strony w długu netto ujęliśmy 14,0 mln PLN, które Sygnity zapłaciło w lutym'21 na Fast z tytułu zawartej umowy pomiędzy stronami. Skorygowany dług netto wyniósł 68,0 mln PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	15%	18,01
Wycena DCF	85%	9,65
	cena wynikowa	10,91
	cena docelowa za 9 m-cy	11,60

- Zgodnie z takim podejściem uwzględniamy w kolejnych latach wyceny amortyzację aktywów z tytułu praw do użytkowania, ale nie uwzględniamy płatności leasingowych.
- Wartość amortyzacji w okresie rezydualnym jest równa sumie nakładów inwestycyjnych i płatności leasingowych.
- Uwzględniamy NPV aktywa podatkowego wynikającego ze straty z lat poprzednich.
- Wartość parametru Beta przyjmujemy na 1,0x, ze względu spadek ryzyka kredytowego spółki (poprzednio 1,2x).

Model DCF

(mln PLN)	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P	27/28P	28/29P	29/30P	29/30+
Przychody ze sprzedaży	218	226	235	244	254	263	273	282	292	302	
zmiana	-5,0%	3,7%	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%	
EBITDA	64,3	50,2	50,4	50,9	51,2	51,3	51,2	51,1	51,0	50,7	
marża EBITDA	29,4%	22,2%	21,4%	20,8%	20,2%	19,5%	18,8%	18,1%	17,4%	16,8%	
EBIT	48,3	34,2	34,1	34,2	34,3	34,0	33,7	33,3	32,8	32,2	
marża EBIT	22,1%	15,1%	14,5%	14,0%	13,5%	12,9%	12,4%	11,8%	11,2%	10,7%	
Opodatkowanie EBIT	9,2	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	6,3	6,2	6,1	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	39,2	27,7	27,6	27,7	27,8	27,6	27,3	26,9	26,6	26,1	
CAPEX	-4,1	-5,6	-6,0	-6,4	-6,8	-7,7	-8,6	-8,9	-9,2	-9,5	
Kapitał obrotowy	-35,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,4	-1,8	-2,0	-2,2	-2,4	
FCF	6,1	28,4	28,2	28,1	27,9	26,8	25,5	24,9	24,3	23,7	23,7
WACC	7,9%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	94,2%	87,0%	80,2%	73,9%	68,1%	62,7%	57,8%	53,2%	49,1%	45,2%	
PV FCF	5,8	24,7	22,6	20,7	19,0	16,8	14,7	13,3	11,9	10,7	

WACC	7,9%	8,3%	8,5%	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 stopa 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	13,7%	5,0%	0,0%	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	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
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	0,0%
Wartość rezydualna (TV)	275,9
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	124,7
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	160,2
Wartość firmy (EV)	284,9
Skor. dług netto (koniec 2019/20, MSSF16)	68,0
Inne aktywa nieoperacyjne	2,8
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Liczba akcji skorygowana (mln)	22,76
Wartość kapitałów wł. na akcję (PLN)	9,65
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	10,27

EV/EBITDA Skor. ('21) dla ceny docelowej	5,7
P/E Skor. ('21) dla ceny docelowej	7,9
Udział TV w EV	44%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC +1,0 p.p.	8,47	8,71	8,95	9,27	9,60
WACC +0,5 p.p.	9,03	9,30	9,57	9,95	10,33
WACC	9,64	9,96	10,27	10,70	11,15
WACC -0,5 p.p.	10,32	10,68	11,05	11,56	12,09
WACC -1,0 p.p.	11,07	11,50	11,93	12,54	13,18

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. Dla ujednoczenia podejścia do wyceny mnożnikowej, przyjmujemy dla Sygnity tę samą grupę spółek porównywalnych, co dla pokrywanych przez nas Asseco Poland i Comarch (zmiana w stosunku do poprzedniego raportu).

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Sap	15,2	14,4	13,4	21,8	20,8	19,0
Oracle	11,1	10,8	10,3	14,8	13,8	12,8
Cap Gemini	11,5	10,7	10,1	18,8	16,5	15,0
Sage Group	15,7	14,5	13,4	24,9	22,9	20,5
Atos	5,5	5,1	4,9	8,9	8,2	7,5
Software AG	13,8	11,3	9,0	24,4	19,5	15,0
Indra Sistemas	6,8	6,1	5,6	11,7	9,8	8,1
Computacenter	16,0	14,5	13,7	22,9	19,4	17,0
Asseco Poland	8,5	8,3	8,1	17,5	16,9	15,8
Comarch	4,6	4,5	-	14,2	14,0	-
Maksimum	5,9	5,8	-	14,4	13,8	-
Minimum	4,6	4,5	4,9	8,9	8,2	7,5
Mediana	11,3	10,7	10,1	18,1	16,7	15,0
Sygnity**	4,6***	5,3	4,7	5,4***	9,6	9,4
premia / dyskonto	-59,6%	-50,8%	-53,2%	-70,2%	-42,4%	-37,2%
Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	23,0	23,1	23,0	22,2	18,4	16,9
Waga wskaźnika		50,0%			50,0%	
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wartość firmy na akcję (PLN)*	18,01					

*po dysconcie 20%; ** okresy odpowiednio: 2020/21, 2021/22, 2022/23; *** wskaźniki EV/EBITDA i P/E odpowiednio 5,9x i 9,1x po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe

Ostatnie wydarzenia

Uгода z Fast Enterprises

Sygnity zawarło ugodę z Fast Enterprises dotyczącą zakończenia sporu między stronami w związku z projektem e-Podatki. W ramach ugody Sygnity zapłaci dawnemu podwykonawcy 3,75 mln USD (równowartość ok. 14 mln PLN), natomiast Fast wystąpi do właściwego sądu o umorzenie wszystkich toczących się roszczeń. Oba podmioty zrzekną się wzajemnych roszczeń związanych ze współpracą przy projekcie e-Podatki realizowanym dla Ministerstwa Finansów. W związku z powyższym Sygnity zdecydowało o rozwiązaniu rezerw na roszczenia Fast (które szacowaliśmy na >38 mln PLN). Powyższe miało istotny pozytywny wpływ na wyniki finansowe Sygnity za 1Q'20/21 (kalendarzowy 4Q'20), tj. ok. + 18,8 mln PLN na poziomie zysku netto. W ten sposób Sygnity kończy wieloletni spór i jest naszym zdaniem gotowe do refinansowania, o którym pisaliśmy we wrześniowym raporcie analitycznym. W tym raporcie analitycznym: (1) ujmujemy korzystny wpływ ugody na wyniki, (2) wpływ 14 mln PLN oraz (3) polepszenie się warunków kredytowych.

Wyniki za kalendarzowy 4Q'20

Wyniki Sygnity za kalendarzowy 4Q'20 były obarczone zdarzeniem jednorazowym wynikającym z ugody z Fast Enterprises, a dokładniej spółka ujęła:

- (1) 11,2 mln PLN tytułem rozwiązania rezerw na sprawy sporne w ramach pozostałych przychodów operacyjnych,
- (2) 3,0 mln PLN przychodów z tytułu zawartych ugód sądowych, co zaksięgowano także w poczet pozostałej dział. operacyjnej
- (3) 9,1 mln PLN tytułem rozwiązania rezerwy na odsetki dot. spraw spornych, co ujęto w ramach przychodów finansowych.

Po oczyszczeniu wyników o powyższe, zysk EBITDA wyniósłby 12,4 mln PLN i byłby 20,6% niższy R/R. Z kolei oczyszczony zysk netto wyniósłby 7,2 mln PLN.

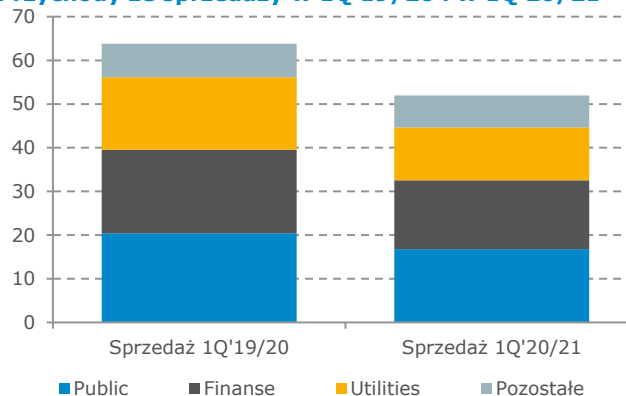
Wyniki za kalendarzowy 4Q'20

(mln PLN)	4Q'20*	4Q'19*	zmiana
Przychody	52,5	63,8	-17,7%
Zysk brutto ze sprzedaży marża	16,9 32,1%	19,9 31,2%	-15,3% -
SG&A	-7,9	-8,5	-7,2%
Poz. dział. operac.	14,2	0,2	-
EBIT marża	23,2 44,1%	11,5 18,1%	100,6% -
EBITDA marża	26,6 50,7%	15,6 24,4%	70,9% -
Skor. EBITDA marża	12,4 23,5%	15,6 24,4%	-20,7% -
Dział. finansowa	6,4	-0,8	-
Podatek	-3,5	-2,9	-
Inne	0,0	1,4	-
Zysk netto	26,1	9,3	179,0%

Źródło: Sygnity, *kalendarzowy

Głównym powodem spadku skorygowanego wyniku EBITDA były niższe obroty o >11 mln PLN R/R. W kwartale widoczny był spadek obrotów w segmencie publicznym (o >25%). Zarząd tłumaczy spadek słabszą kontrakcją w tym sektorze w kalendarzowym 1Q'20 i 2Q'20. Wpływ będzie widoczny także w kalendarzowym 1Q'21. Sygnity brało udział w przetargach, które często były opóźniane w związku z pandemią COVID-19. Spadki obrotów widoczne są także w sektorze finansowym oraz utilities.

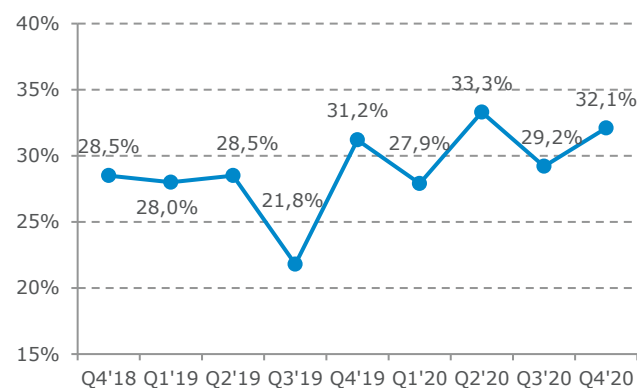
Przychody ze sprzedaży w 1Q'19/20 i w 1Q'20/21



Źródło: Sygnity, mBank

Marża zysku brutto wyniosła 32,1% (+0,9 p.p. vs. rok wcześniej). Koszty SG&A były na poziomie 7,9 mln PLN vs. 8,5 mln PLN w kalendarzowym 4Q'19. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +14,2 mln PLN.

Marża zysku brutto ze sprzedaży



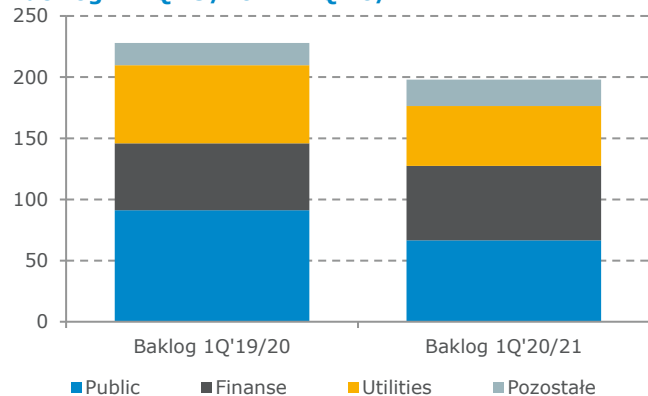
Źródło: Sygnity, mBank

Saldo na działalności finansowej wyniosło +6,4 mln PLN, a efektywna stopa podatkowa 11,7% (vs. 26,7% rok wcześniej). Ostatecznie zysk netto wyniósł 26,1 mln PLN, jednak nie jest porównywalny R/R bez odpowiednich korekt o zdarzenia jednorazowe. CFO wygenerowany przez Sygnity w kalendarzowym 4Q'20 wyniósł 14,7 mln PLN (powyżej skorygowanej EBITDA w okresie).

Outlook po wynikach 4Q'20

Sygnity liczy na nieco niższe przychody w 2020/21 oraz powtórzenie wyników ze względu na dalsze redukcje kosztów (w tym np. kosztów biura). Przedstawiony przez spółkę portfel zamówień wyniósł 196 mln PLN i jest niższy R/R o 14,0%. Przy czym Sygnity nie uwzględnia w backlogu umów ramowych. Spółka zdobyła dwie umowy ramowe w październiku'20 (z Poczta Polska oraz z Ministerstwem Finansów). Jednak konserwatywnie zakładamy spadek przychodów ze sprzedaży w 2020/21 o 12 mln PLN R/R (tj. o 5,0% R/R).

Backlog w 1Q'19/20 i w 1Q'20/21



Źródło: Sygnity, mBank

Pomimo wzrostu R/R rentowności zysku brutto ze sprzedaży w kalendarzowym 4Q'20, zakładamy nieznacznie tąpnięcie marży (-0,4 p.p.). Poziom kosztów SG&A zakładamy na 31,0 mln PLN (vs. 33,4 mln PLN), co będzie wynikać z oszczędności na powierzchni biurowej. Oczyszczony zysk EBITDA (w MSSF16) powinien wynieść 50,0 mln PLN, co oznacza spadek o 5,8% R/R. Tym samym obniżamy nasze prognozy finansowe dla Sygnity

Zmiana prognoz dla Sygnity

(mln PLN)	Przychody '20/21	Przychody '21/22	EBITDA Skor. '20/21	EBITDA Skor. '21/22
stara prognoza	243,4	255,1	54,5	54,9
nowa prognoza	218,4	226,4	50,0	50,2
zmiana	-10,3%	-11,3%	-8,3%	-8,5%

Źródło: mBank

Rachunek wyników

(mln PLN)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P
Przychody ze sprzedaży	234,6	230,0	218,4	226,4	235,3	244,4	253,7
zmiana	-18,6%	-2,0%	-5,0%	3,7%	3,9%	3,9%	3,8%
Koszty sprzedanych produktów, usług, towarów i materiałów	164,3	160,0	152,9	160,3	168,2	176,1	184,2
Zysk brutto na sprzedaży	70,3	69,9	65,5	66,1	67,1	68,3	69,4
Pozostałe przychody operacyjne	1,6	1,3	14,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty sprzedaży i marketingu	7,4	8,7	8,3	8,6	8,9	9,2	9,6
Koszty ogólnego zarządu	26,1	24,7	22,7	23,4	24,1	24,8	25,6
Pozostałe koszty operacyjne	9,0	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	29,4	36,9	48,3	34,2	34,1	34,2	34,3
marża	12,5%	16,0%	22,1%	15,1%	14,5%	14,0%	13,5%
Amortyzacja	8,0	16,2	15,9	16,1	16,4	16,7	16,9
EBITDA	37,4	53,0	64,3	50,2	50,4	50,9	51,2
marża	15,9%	23,1%	29,4%	22,2%	21,4%	20,8%	20,2%
Dział. Finansowa	-10,6	-7,1	4,9	-3,2	-2,4	-2,0	-2,0
Udział w wyniku wspólnego przedsięwzięcia	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	18,7	29,8	53,2	31,0	31,6	32,2	32,3
marża	8,0%	13,0%	24,4%	13,7%	13,4%	13,2%	12,7%
Podatek	-0,2	-2,0	-6,4	-4,7	-4,8	-6,1	-6,1
Zysk netto z działalności zaniechanej	-2,6	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	15,9	29,2	46,8	26,3	26,8	26,1	26,1
marża	6,8%	12,7%	21,4%	11,6%	11,4%	10,7%	10,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	22,76	22,76	22,76	22,76	22,76	22,76	22,76
EPS	0,70	1,28	2,06	1,15	1,18	1,15	1,15
CEPS	1,05	1,99	2,76	1,86	1,90	1,88	1,89
ROAE	32,2%	36,5%	39,8%	17,0%	14,8%	12,6%	11,5%
ROAA	5,2%	10,3%	15,7%	8,6%	8,5%	7,9%	7,5%

Bilans

(mIn PLN)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P
AKTYWA	272,9	296,4	301,3	312,2	315,5	343,3	358,1
Majątek trwały	191,8	202,5	199,6	198,1	196,6	195,3	194,2
Rzeczowe aktywa trwałe i wartości niematerialne	14,1	8,6	5,8	4,2	2,8	1,5	0,3
Wartość firmy	157,2	157,2	157,2	157,2	157,2	157,2	157,2
Prawo do użytkowania	0,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Inwestycja we wspólne przedsięwzięcie	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Należności długoterminowe / Aktywa finansowe wyceniane w zamortyzowanym koszcie	6,4	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	12,7	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Majątek obrotowy	81,1	93,9	101,7	114,1	118,9	148,0	163,9
Zapasy	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Należności handlowe oraz pozostałe należności	34,8	31,8	35,9	38,1	40,6	43,3	46,0
Aktywa z tytułu umów z klientami	21,1	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
Pozostałe	6,4	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Środki pieniężne	18,5	38,5	42,2	52,3	54,7	81,1	94,3

(mIn PLN)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P
PASYWA	272,9	296,4	301,3	312,2	315,5	343,3	358,1
Kapitał własny	65,8	94,3	141,1	167,4	194,2	220,3	233,4
Zobowiązania długoterminowe	77,6	93,2	58,2	33,1	33,1	33,1	33,1
Kredyty i pożyczki	11,6	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
Zobowiązania z tytułu obligacji	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	0,0	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Pozostałe zobowiązania	36,8	38,2	28,2	3,1	3,1	3,1	3,1
Inne zobowiązania	29,3	29,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Zobowiązania krótkoterminowe	129,6	108,9	102,0	111,7	88,2	89,9	91,6
Kredyty i pożyczki	18,2	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Zobowiązania handlowe i pozostałe zobowiązania	81,2	66,7	49,7	66,2	42,8	44,5	46,1
Zobowiązania z tytułu obligacji	13,1	6,6	6,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	0,0	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Rezerwy	5,9	3,4	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Rozliczenia międzyokresowe przychodów / Zobowiązania z tytułu umów z klientami	9,7	15,5	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6
Pozostałe	1,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Dług netto MSSF16	74,3	54,0	40,2	13,2	-14,2	-40,6	-53,8
(Dług netto bez MSSF16 / Kapitał własny)	1,4	0,8	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1
(Dług netto / EBITDA)	2,0	1,0	0,6	0,3	-0,3	-0,8	-1,1
BVPS	2,9	4,1	6,2	7,4	8,5	9,7	10,3

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P
Przepływy operacyjne	18,9	52,0	40,2	44,8	44,8	43,8	44,0
Zysk brutto	18,7	29,8	53,2	31,0	31,6	32,2	32,3
Amortyzacja	8,0	16,2	15,9	16,1	16,4	16,7	16,9
Dział. finansowa	5,6	3,8	13,3	3,2	2,4	2,0	2,0
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	-25,4	3,5	-35,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1
Pozostałe	12,0	-1,3	-6,4	-4,7	-4,8	-6,1	-6,1
Przepływy inwestycyjne	-1,8	-1,9	-4,1	-5,6	-6,0	-6,4	-6,8
CAPEX	-1,1	-1,7	-4,1	-5,6	-6,0	-6,4	-6,8
Pozostałe	-0,7	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-33,0	-30,1	-32,5	-29,0	-36,4	-10,9	-24,0
Dług	-24,1	-11,5	-1,8	-6,9	0,0	0,0	0,0
Splata zobowiązań z tytułu leasingu finansowego	0,0	-8,2	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9
Zapłacone odsetki	-5,6	-3,5	-13,3	-3,2	-2,4	-2,0	-2,0
Pozostałe (w tym wydatki z tyt. umowy restrukturyzacyjnej)	-3,4	-6,9	-8,5	-10,0	-25,1	0,0	-13,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-16,2	19,9	3,7	10,1	2,3	26,4	13,2
Środki pieniężne na koniec okresu	18,5	38,5	42,2	52,3	54,6	81,1	94,3
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFE	13,8	43,2	27,6	29,2	13,7	37,4	24,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,4%	0,7%	1,9%	2,5%	2,5%	2,6%	2,7%

Wskaźniki rynkowe

(mln PLN)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P
P/E	15,9	8,6	5,4*	9,6	9,4	9,7	9,7
P/CE	10,5	5,6	4,0	6,0	5,9	5,9	5,9
P/BV	3,8	2,7	1,8	1,5	1,3	1,1	1,1
P/S	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
FCFE Yield	5,5%	17,1%	10,9%	11,5%	5,4%	14,8%	9,5%
EV/EBITDA	8,7	5,8	4,6*	5,3	4,7	4,2	3,9
EV/EBIT	11,1	8,3	6,1	7,8	7,0	6,2	5,8
EV/S	1,4	1,3	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	11,10	11,10	11,10	11,10	11,10	11,10	11,10
Liczba akcji na koniec roku (mln)	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
MC (mln PLN)	253	253	253	253	253	253	253
EV (mln PLN)	327	307	293	266	238	212	199

* wskaźniki EV/EBITDA i P/E odpowiednio 5,9x i 9,1x po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgową
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgową) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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:
KUPIJ – 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, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

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 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.

Sporządzenie rekomendacji zakończyło się 18 marca 2021 o godzinie 08:19.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 18 marca 2021 o godzinie 08:30.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczył, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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, 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_rynek/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 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**

rekomendacja	kupuj
data wydania	2020-09-01
cena docelowa (PLN)	10,70
kurs z dnia rekomendacji	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.kluszcz@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

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

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

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

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

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

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl