

czwartek, 10 października 2024 | aktualizacja raportu

Sygnity: sprzedaj (podtrzymana)

SGN PW; SGN.WA | IT, Polska

Nowe kontrakty w sektorze publicznym, ale zbyt wysokie mnożniki

Notowania Sygnity spadły od wydania naszej kwietniowej rekomendacji o 9,4%, nieco gorzej na tle szerokiego rynku (indeks WIG w tym czasie -5,9%). W międzyczasie spółka zaraportowała dobre wyniki finansowe za 2Q 2024. Dwie przejęte spółki, Edrana i Sagra, miały kontrybucję na ok. 14,5 mln PLN do przychodów w 1H'24. W związku z tym wzrost organiczny w pierwszym półroczu wyniósł ok. 12%, co jest dobrym wynikiem, udowadniającym postęp w stosunku do tego, jakie dynamiki przychodów spółka notowała kilka kwartałów wcześniej. Co prawda widoczny jest spadek obrotów sektora publicznego, ale z drugiej strony Sygnity poinformowało ostatnio o nowych kontraktach z Poczta Polska i ARiMR, co powinno przywrócić wzrost przychodów segmentu w kolejnych kwartałach. Aktualizujemy nasze prognozy wyników (nieznacznie, po wynikach 2Q'24), implementujemy zmiany do modelu wyceny (nowy poziom RFR, niższy faktor equity risk premium, aktualizacja grupy porównawczej). Jednocześnie, podkreślamy dobrą sytuacją bilansową spółki. Gotówka netto vs. EBITDA wyniosła 1,0x na koniec czerwca'24. Sądzymy, że spółka jest gotowa do realizacji kolejnych przejęć. Zarząd podtrzymuje plany realizacji kolejnych akwizycji. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 39,00 PLN, co implikuje 33%-owy potencjał spadku. Stąd, podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne sprzedaj dla walorów Sygnity. Spółka jest notowana obecnie na EV/EBITDA'25 i P/E'25 na poziomie odpowiednio 16,9x i 27,4x, tj. ciągle z bardzo dużą premią do grupy porównawczej.

Dobre wyniki za 6M 2024

W pierwszy półroczu 2024 r. Sygnity wygenerowało 131,4 mln PLN przychodów ze sprzedaży, co oznacza wzrost o 26,0% R/R. Liczba projektów prowadzonych w pierwszym półroczu 2024 r. sukcesywnie spadała w każdym z głównym segmentów, podobnie jak w poprzednich okresach. Zarząd wciąż dąży do wygaszenia projektów generujących niewystarczające zyski. Marża zysku brutto ze sprzedaży w 6M'24 wyniosła 33,2% i był nieco wyższy R/R (wzrost o 3,3 p.p.). W całym półroczu spółka wygenerowała EBITDA na poziomie 25,1 mln PLN (vs. 17,7 mln PLN rok wcześniej), co oznacza solidną poprawę wyniku (na co wpływ miały także przeprowadzone akwizycje).

Nowe kontrakty w sektorze publicznym

Najwięcej obrotów w trakcie pierwszego półroczu Sygnity wygenerowało z sektora publicznego – 45,1 mln PLN. Wartość ta spadła R/R o 7%. Z drugiej strony spółka poinformowała ostatnio o nowych kontraktach w tym segmencie. Spółka zawarła z Poczta Polska umowę wartą maksymalnie 23,5 mln PLN, podała spółka. Ponadto, Sygnity Business Solutions (spółka zależna Sygnity) zawarło z Agencją Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa umowę na usługi utrzymania i rozwoju systemu informatycznego kadrowo-płacowego KIP. W podstawowym okresie wynagrodzenie dla wykonawcy wyniesie 16,9 mln PLN brutto (zaś w przypadku skorzystania z opcji jej wydłużenia - maksymalnie 29,8 mln PLN brutto).

(mln PLN)	2022 skor.*	2023 skor.*	2024P	2025P	2026P
przychody	219,1	229,3	288,9	319,3	344,3
EBITDA	41,5	49,0	62,3	71,5	78,6
marża EBITDA	19,0%	21,4%	21,6%	22,4%	22,8%
EBIT	31,1	39,2	46,8	56,2	63,1
zysk netto	31,6	39,3	38,6	48,2	53,6
P/E	41,8	33,6	34,2	27,4	24,6
P/CE	31,4	26,9	24,4	20,8	19,1
P/BV	7,3	6,0	5,1	4,3	3,6
EV/EBITDA	30,9	25,3	20,1	16,9	14,6
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*	58,00 PLN
cena docelowa	39,00 PLN
kapitalizacja	1,3 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,3 mln PLN

*Cena na 09.10.2024 r., godz. 17.00

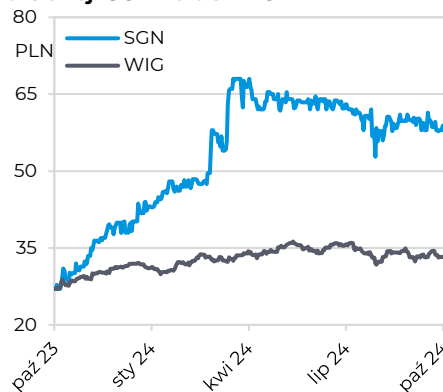
Struktura akcjonariatu

TSS Europe B.V.	72,68%
Blacksheep Fund Management Ltd.	6,67%
Barca Global Master Fund LP	9,01%
pozostali akcjonariusze	11,64%

Profil spółki

Sygnity zajmuje się tworzeniem oprogramowania oraz doradztwem w zakresie IT dla różnych sektorów gospodarki w Polsce. Obecnie grupa Sygnity generuje ok. 280 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	39,00	35,80	sprzedaj	sprzedaj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Sygnity	58,00	39,00	-32,8%	
Zmiana prognoz	2024P	2025P	2026P	
Przychody	+1.5%	+1.5%	+1.5%	
EBITDA	+2.3%	+3.7%	+3.1%	
Zysk netto	-8.6%	-0.9%	-0.9%	

Analitik:

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

Czynniki ryzyka

Ryzyko M&A

Jednym z trzech filarów nowej strategii Sygnity jest wzrost poprzez akwizycje. Pociąga to za sobą sporo ryzyka, zarówno na etapie przeprowadzania transakcji, jak i realizacji zaplanowanych synergii. Sygnity 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

Spółka zakłada w swojej strategii zagospodarowanie 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. Według Grafton (co potwierdziła nam spółka) rok 2024 przebiega pod hasłem urealnienia zapotrzebowania na specjalistów IT. Rynek potrzebuje mniej programistów, a więcej kadr wyspecjalizowanych w AI, uczeniu maszynowym, chmurze, Big Data i cyberbezpieczeństwie. Tempo wzrostu wynagrodzeń jest najniższe od pięciu lat, a specjaliści IT bardziej niż wcześniej cenią stabilność zatrudnienia i umowy o pracę. Niemniej jednak widoczny jest ciągły wzrost płac specjalistów IT i spółki niewykazujące wzrostu obrotów mają kłopoty z utrzymaniem rentowności wyników.

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 39,00 PLN

Podsumowanie wyceny spółki

(PLN)	waga	cena
wycena porównawcza	50%	30,40
wycena DCF	50%	42,49
	cena wynikowa	36,45
	cena docelowa za 12 m-cy	39,00

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. Z grupy porównawczej wycofujemy Comarch w związku z wezwaniem od CVC. W miejscu Comarchu dodajemy dwie spółki: Asseco South Eastern Europe oraz Asseco Business Solutions.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Sap	29,8	21,8	18,7	45,1	32,7	27,7
Oracle	21,4	18,9	16,4	31,2	27,9	24,5
Cap Gemini	10,2	9,6	8,9	15,5	14,7	13,5
Sage Group	18,7	16,8	14,9	27,6	24,6	21,7
Atos	7,9	6,1	4,8	-	-	0,4
Indra Sistemas	6,0	5,5	5,0	11,0	9,8	8,6
Computacenter	7,0	6,5	6,2	14,1	12,8	12,0
Asseco Poland	4,8	4,5	4,4	15,5	13,3	11,8
Asseco South Eastern Europe	7,9	7,3	7,0	12,9	12,0	11,3
Asseco Business Solutions	10,7	9,6	8,8	17,0	15,3	13,8
maksimum	29,8	21,8	18,7	45,1	32,7	27,7
minimum	4,8	4,5	4,4	11,0	9,8	0,4
mediana	9,1	8,5	7,9	15,5	14,7	12,7
Sygnity	19,8*	16,9	14,6	33,3*	27,4	24,6
premia (dyskonto)	127,7%	111,9%	97,6%	99,8%	87,7%	95,0%
Implikowana wycena						
wycena 1 akcji (PLN)	27,47	30,36	33,30	29,53	31,43	30,25
waga wskaźnika		50%			50%	
waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
wartość firmy na akcję (PLN)	30,40					

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%.
- Parametr ERP obniżamy do 5,0% z 6,0% (zgodnie z metodologią dla wszystkich pokrywanych spółek)
- 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 przejścia zrealizowane przez Sygnity.
- Wartość amortyzacji w okresie rezydualnym jest równa sumie nakładów inwestycyjnych.

Model DCF

(mln PLN)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	33+
przychody	295,7	319,3	344,3	368,2	393,3	419,5	446,9	475,5	504,5	535,3	
zmiana r/r	10,3%	8,0%	7,8%	6,9%	6,8%	6,7%	6,5%	6,4%	6,1%	6,1%	
EBIT	48,0	56,2	63,1	69,2	75,8	83,2	91,2	99,5	108,0	117,3	
marża EBIT	16,2%	17,6%	18,3%	18,8%	19,3%	19,8%	20,4%	20,9%	21,4%	21,9%	
opodatkowanie EBIT	7,8	9,6	11,1	12,5	14,0	15,4	16,9	18,4	20,0	21,7	
efektywna st, podatkowa	16,2%	17,1%	17,6%	18,0%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	
NOPLAT	40,2	46,6	52,0	56,7	61,8	67,8	74,3	81,1	88,0	95,6	
amortyzacja	15,1	15,3	15,5	15,7	15,9	16,1	16,3	16,5	16,7	17,0	
CAPEX	-12,9	-13,3	-13,7	-14,1	-14,6	-15,0	-15,5	-16,0	-16,5	-17,0	
kapitał obrotowy i pozostałe	-0,2	-0,7	-1,0	-0,4	0,4	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	
FCF	42,3	47,8	52,8	57,8	63,4	69,7	75,9	82,5	89,2	96,6	98,5
WACC	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
współczynnik dyskonta	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	
PV FCF	41,3	42,5	42,7	42,4	42,1	42,1	41,6	40,9	40,0	39,1	
WACC	9,3%	10,1%	9,9%	10,1%	10,5%	9,9%	10,4%	10,5%	10,5%	10,8%	9,5%
koszt długu	5,3%	6,1%	5,9%	6,1%	6,5%	5,9%	6,4%	6,5%	6,5%	6,8%	5,5%
stopa wolna od ryzyka	4,3%	5,1%	4,9%	5,1%	5,5%	4,9%	5,4%	5,5%	5,5%	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	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	9,3%	10,1%	9,9%	10,1%	10,5%	9,9%	10,4%	10,5%	10,5%	10,8%	9,5%
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	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	1313,4
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	531,3
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	414,6
Wartość firmy (EV)	945,9
Skor. dług netto (koniec 2023)	-21,2
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	967,1
Liczba akcji (mln)	22,8
Wartość firmy na akcję (PLN)	42,5
12-to miesięczny koszt kapitału własnego	7,0%
Cena docelowa (PLN)	45,5
EV/EBITDA ('25) dla ceny docelowej	13,2
P/E ('25) dla ceny docelowej	20,1
Udział TV w EV	56,6%

Źródło: mBank

Analiza wrażliwości

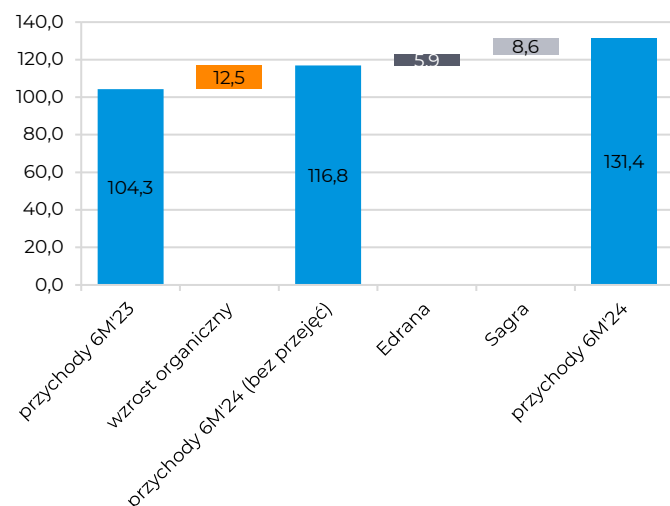
	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
RFR w okresie rez. +1,0 p.p.	40,0	41,2	42,5	44,0	45,7
RFR w okresie rez. 0,5 p.p.	41,1	42,4	43,9	45,6	47,5
RFR w okresie rez. (g = 4,5%)	42,3	43,8	45,5	47,4	49,6
RFR w okresie rez. -0,5 p.p.	43,7	45,3	47,3	49,5	52,0
RFR w okresie rez. -1,0 p.p.	45,2	47,1	49,3	51,9	54,9

Wyniki finansowe za pierwsze półrocze 2024

Przychody

W pierwszy półrocze 2024 r. Sygnity wygenerowało 131,4 mln PLN przychodów ze sprzedaży, co oznacza wzrost o 26,0% R/R. Ze sprzedaży produktów i usług Sygnity wygenerowało prawie całość obrotów, tj. 131,3 mln PLN. W samym 2Q'24 Sygnity odnotowało wzrost przychodów o 17,5 mln PLN do poziomu 69,5 mln PLN (+33,7% R/R). Na wyniki 6M 2024 wpływ miały dwa przejęcia: Edrana i Sagra Technology (łącznie ok. 14,5 mln PLN). Organiczny wzrost obrotów w ciągu 6M 2024 szacujemy na ok. 12%.

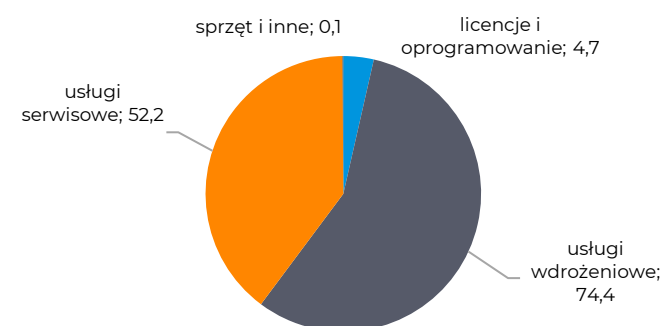
Wpływ przejęć na przychody Sygnity w 6M'24 (mln PLN)



Źródło: Sygnity; mBank

Sygnity wygenerowało 74,4 mln PLN z usług wdrożeniowych i kolejne 52,2 mln PLN z usług serwisowych. Sprzedaż licencji i oprogramowania stanowiła, jak w poprzednich okresach, dość niewielką część przychodów i wyniosła 4,7 mln PLN.

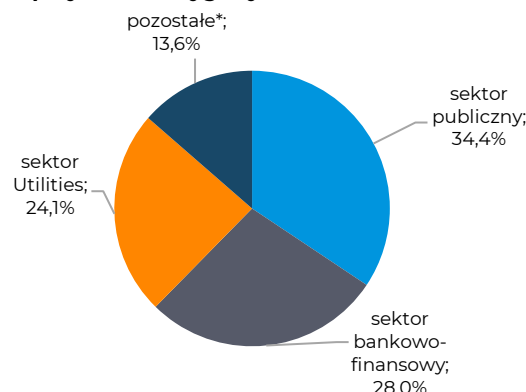
Struktura przychodów Sygnity w 6M 2024 (mln PLN)



Źródło: Sygnity;

Sygnity, z wyłączeniem wpływu przejęć, w pierwszym półroczu 2024 r. wygenerowało najwięcej obrotów z sektora publicznego – 45,1 mln PLN. Wartość ta spadła R/R o 7,4%. Z kolei wartość sprzedaży do segmentu Utilities istotnie wzrosła do poziomu 31,6 mln PLN (tj. o ok. 29% R/R).

Struktura przychodów Sygnity w 6M 2024



Źródło: Sygnity; * do pozycji pozostałe zarachowano przychody z nabytych spółek

Liczba projektów prowadzonych w pierwszym półroczu 2024 r. sukcesywnie spadała w każdym z głównym segmentów, podobnie jak w poprzednich okresach. Zarząd wciąż dąży do wygaszenia projektów generujących niewystarczające zyski.

Liczba projektów prowadzonych w Sygnity w 6M 2024 i analogicznym okresie 2022/23

	6M 2024	2022/23
Sektor publiczny	74	80
Bankowo-Finansowy	158	162
Utilities	126	133
Pozostałe*	149	32
RAZEM	496	397

Źródło: Sygnity* wzrost pozycji wynika z ujęcia w danych skonsolidowanych wyników nabytych spółek

Średnia wartość jednego projektu wzrosła najwięcej w segmencie Utilities (aż o 37%).

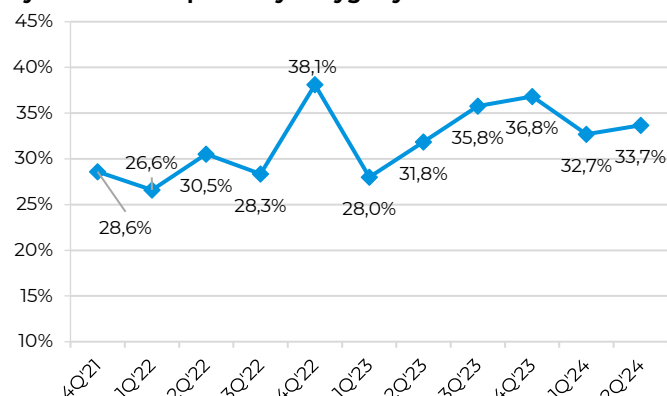
Średnia wartość projektu w Sygnity w 6M 2024 i analogicznym okresie 2022/23 (tys. PLN)

	6M 2024	2022/23
Sektor publiczny	610,4	609,7
Bankowo-Finansowy	232,7	226,2
Utilities	251,0	183,2

Zysk brutto ze sprzedaży, EBITDA i EBIT

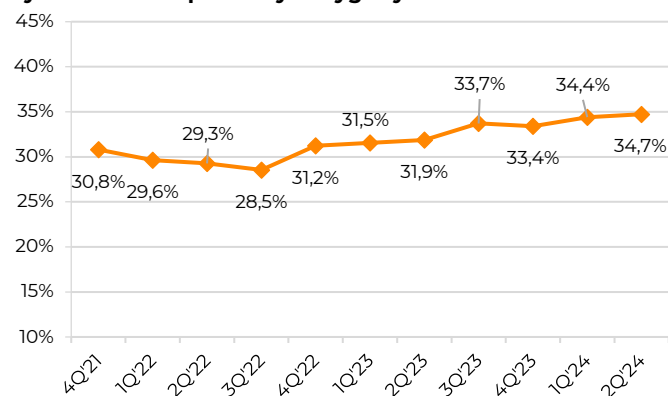
Marża zysku brutto ze sprzedaży w 2Q'24 wyniosła 33,7% i był nieco wyższa R/R (wzrost o 1,8 p.p.). Przy czym zwracamy uwagę że na ten wynik wpływ miało zawiązanie rezerw w związku z przedłużającymi się rozmowami z kontrahentem odnośnie jednego z prowadzonych przez spółkę projektów. Nie zmienia to faktu, że patrząc z dłuższej perspektywy Sygnity poprawiło rentowność brutto ze sprzedaży.

Zysk brutto ze sprzedaży w Sygnity



Źródło: Sygnity, mBank

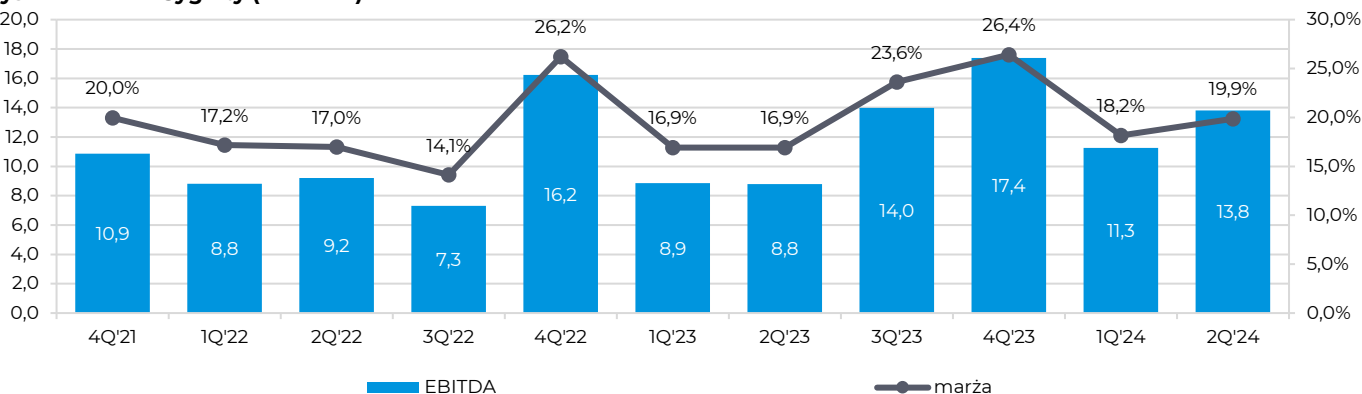
Zysk brutto ze sprzedaży w Sygnity LTM



Źródło: Sygnity, mBank

Koszty operacyjne w Sygnity wzrosły istotnie, w dużej mierze z/w na przejęcia. Spółka nie podaje wielkości kosztów bez wpływu przejęć. Koszty sprzedaży w 6M'24 wyniosły 3,5 mln PLN i były nieznacznie wyższe R/R. Koszty ogólnego zarządu wzrosły o 49% R/R do poziomu 23,0 mln PLN. W tej pozycji zaksięgowano koszty poniesione w związku z transakcjami nabycia spółek zależnych (ok. 240 tys. PLN w przypadku spółki Edrana i 430 tys. w przypadku Sagra Technology).

Zysk EBITDA w Sygnity (mln PLN)



Źródło: Sygnity, mBank

EBITDA w 2Q'24 była na poziomie 13,8 mln PLN i była wyższa R/R o 57%, na co wpływ miały akwizycje (spółka nie podała dokładnego wpływu). Marża zysku EBITDA wyniosła 19,9% i była istotnie wyższa R/R (o 3,0 p.p.). W całym półroczu spółka wygenerowała EBITDA na poziomie 25,1 mln PLN (vs. 17,7 mln PLN rok wcześniej).

Zysk netto

Sygnity wykazało koszty finansowe netto na poziomie 0,3 mln PLN (vs. przychody finansowe netto rok wcześniej na poziomie 0,1 mln PLN), ale niższą efektywną stopę podatku (15,8% vs. 19,4%). Zysk netto wyniósł 14,9 mln PLN w 6M'24 i był wyższy niż zysk osiągnięty rok wcześniej na poziomie 10,0 mln PLN.

Zadłużenie, generacja gotówki

Na koniec czerwca 2024 r. Sygnity wykazało stan gotówki netto na poziomie 53 mln PLN, co implikuje wskaźnik dług netto rzędu -1,0x EBITDA.

Dług netto/EBITDA w Sygnity

	2021	2022	2023	Czer'24
Dług netto/EBITDA	0,3x	-0,6x	-1,5x	-1,0x

Sygnity po realizacji dwóch przejęć ma stan gotówki netto, spółka wykazuje wzrost organiczny wyników, a kupowane podmioty wpływają pozytywnie na wyniki (są rentowne w momencie zakupu). Sądzymy, że spółka ma przestrzeń do realizacji kolejnych przejęć.

RZiS

(mln PLN)	2022 Skor.	2023 Skor.	2024P	2025P	2026P
przychody	219,1	229,3	288,9	319,3	344,3
R/R	6,4%	4,7%	26,0%	10,5%	7,8%
EBIT	31,1	39,2	46,8	56,2	63,1
marża	14,2%	17,1%	16,2%	17,6%	18,3%
amortyzacja	10,5	9,9	15,5	15,3	15,5
EBITDA	41,5	49,0	62,3	71,5	78,6
dział. Finansowa	-1,9	0,6	-0,7	1,9	1,9
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	-7,5	-10,0	-11,4
dział. zaniechana	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zysk netto	31,6	39,3	38,6	48,2	53,6

Bilans

(mln PLN)	2022 Skor.	2023 Skor.	2024P	2025P	2026P
aktywa trwałe	186,6	179,2	230,8	228,8	227,0
goodwill	157,2	157,2	157,2	157,2	157,2
aktywa obrot.	114,1	147,0	137,3	190,9	249,8
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	89,0	138,5	192,9
kapitały wł.	179,9	220,6	260,2	308,4	362,0
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	91,3	94,7	98,2
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	40,6	44,0	47,6
dług netto	-35,5	-78,8	-64,9	-114,4	-168,8
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	57,4	64,7	70,1
kapitał obrot.	18,1	0,2	-0,2	-0,7	-1,0
CF inv.	-8,2	-3,8	-58,9	-5,4	-5,9
CAPEX	-8,2	-3,8	-5,0	-5,4	-5,9
CF fin.	-26,4	-20,5	-12,4	-9,8	-9,8
zmiana długu	-18,0	-9,0	0,0	0,0	0,0
CF	20,4	30,6	-13,8	49,4	54,4
CFO/EBITDA	132,6%	111,8%	92,1%	90,5%	89,2%
FCFF	39,0	45,3	44,6	51,4	56,4
FCFF/EV	3,0%	3,7%	3,6%	4,3%	4,9%
FCFE	38,4	42,2	40,0	49,4	54,4
FCFE/MCAP	2,9%	3,2%	3,0%	3,7%	4,1%
ROIC	17,4%	22,2%	22,5%	23,4%	26,4%
ROCE	15,0%	17,6%	18,2%	18,7%	17,9%
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	41,8	33,6	34,2	27,4	24,6
P/CE	31,4	26,9	24,4	20,8	19,1
EV/EBITDA	30,9	25,3	20,1	16,9	14,6
EV/EBIT	41,3	31,7	26,8	21,5	18,2
P/S	6,0	5,8	4,6	4,1	3,8
P/BV	7,3	6,0	5,1	4,3	3,6
P/FCFE	34,3	31,3	33,0	26,7	24,3
marża EBITDA	19,0%	19,0%	21,4%	22,2%	23,2%
zm. EBITDA r/r	-8,1%	18,0%	27,1%	14,7%	10,0%
marża netto	14,4%	17,1%	13,4%	15,1%	15,6%
zm. netto r/r	19,2%	24,3%	-1,7%	24,7%	11,3%
cena (PLN)	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0
l. akcji (mln)	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
MCap	1320,0	1320,0	1320,0	1320,0	1320,0
EV	1284,5	1241,2	1255,1	1205,6	1151,2

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 dzieleną przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgowa), cena dzieleną 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:** FCFE - odsetki netto (dług + leasing)

PRZEWAŻAJ (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻ (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻAJ (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

W uzasadnionych przypadkach może zostać podjęta decyzja o odstąpieniu od wyżej prezentowanych zasad w szczególności w sytuacji dużej zmienności cen akcji spółki będącej przedmiotem rekomendacji w okresie bezpośrednio poprzedzającym moment wydania rekomendacji.

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

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

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

Jest możliwe, że BM jako wyodrębniona jednostka organizacyjna Banku, na podstawie pełnomocnictw udzielonych przez Klientów, w imieniu i na rzecz klienta nabywa lub zbywa, może nabywać lub zbywać lub w przeszłości nabywało lub zbywało instrument finansowy, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub instrument z nim powiązany

Jest możliwe, że mTFI posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadało pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązany w portfelach inwestycyjnych funduszy, których organem jest lub którego portfelem inwestycyjnym zarządza mTFI

Jest możliwe, że Bank posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadał pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązany w portfelach handlowych lub bankowych zarządzanych przez Bank

Jest możliwe, że Bank lub inne spółki z grupy kapitałowej Banku posiadają, mogą posiadać lub w przeszłości posiadały pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązany w portfelach przez siebie zarządzanych

Jest możliwe, że Bank lub inne spółki z grupy kapitałowej Banku posiadają, mogą posiadać lub w przeszłości posiadały pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązany w portfelach przez siebie zarządzanych

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 Biura maklerskiego mBanku.

Emitent jest kontrahentem mBank S.A.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 10 października 2024 r. o godzinie 7:53.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 10 października 2024 r. o godzinie 8:30.

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
data wydania	2024-04-15
cena docelowa (PLN)	35,80
kurs z dnia rekomendacji	64,00

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

Michał Konarski

+48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Janusz Pięta

+48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Mateusz Krupa, CFA

wicedyrektor
+48 571 608 973
mateusz.krupa@mbank.pl
strategia

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

Piotr Poniatowski

+48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Jakub Sargsyan

+48 519 419 895
marlen.sargsyan@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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor
+48 696 427 249 | +48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Maciej Sokołowski

dyrektor
maciej.sokolowski@mbank.pl

Jarosław Banasiak

wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl