

czwartek, 1 grudnia 2022 | wycinek z *Strategia inwestycyjna*

Sygnity

sprzedaj (podtrzymana)

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

Podtrzymujemy negatywne podejście do Sygnity. Choć przychody ze sprzedaży są w trendzie wzrostowym od kilku kwartałów z wyraźnym przyspieszeniem w kalendarzowym 2Q'22, to 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 prognoza zysku EBITDA na okres 2022/23 to 42,0 mln PLN (bez zmian vs. poprzedni raport z października'22), a zysku netto 25,4 mln PLN. Oczekiwany poziom wyników implikuje wskaźniki EV/EBITDA'22 oraz P/E'22 na poziomie 13,0x i 17,8x, tj. z wyraźną premią do spółek porównywalnych. Poziom wskaźnik jest 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 13,70 PLN (wpływ aktualizacji wskaźników dla peer grupy tutaj), co implikuje blisko 39% potencjał spadkowy. Nasze aktualne zalecenie inwestycyjne to wciąż sprzedaj.

cena bieżąca	22,30 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	13,70 PLN	-38,6%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
nowa	sprzedaj	13,70 PLN	2022-12-01
poprzednia	sprzedaj	13,30 PLN	2022-10-18
Podstawowe dane			
		SGN PW	vs. WIG
ticker	SGN PW	zmiana 1M	+0,9%
ISIN	PLCMPLD00016	zmiana YTD	+151,7%
liczba akcji (mln)	22,8	średni obrót 1M	0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	507,5	średni obrót 6M	0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	515,7	EV/EBITDA 12M fwd	9,5
free float	100,0%	EV/EBITDA 5Y avg	7,3

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(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	17,4	10,9	17,8	20,0	19,2
P/BV	5,4	3,6	3,0	2,6	2,3
EV/EBITDA	10,6	9,0	13,0	11,8	10,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021/22P	2022/23P	2023/24P
przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	19/20	20/21	21/22P	22/23P	23/24P
przychody	230,0	204,1	215,5	229,2	240,4
COGS	160,0	139,3	153,2	163,7	172,0
ZBNS	69,9	64,8	62,3	65,6	68,4
marża	30,4%	31,7%	28,9%	28,6%	28,5%
I. sprzedaży i mark.	8,7	6,7	7,0	7,5	7,8
I. ogólnego zarządu	24,7	23,9	27,0	27,0	27,8
poz. dział. operacyjna	0,3	14,9	0,8	0,0	0,0
EBIT	36,9	49,2	29,1	31,1	32,8
marża	16,0%	24,1%	13,5%	13,6%	13,6%
amortyzacja	16,2	11,8	10,7	10,8	11,0
EBITDA	53,0	61,0	39,7	42,0	43,8
dział. Finansowa	-7,1	3,2	-1,9	-0,5	-0,5
zysk brutto	29,8	52,3	27,2	30,6	32,3
podatek	-2,0	-5,8	1,3	-5,2	-5,8
zysk netto	29,2	46,6	28,5	25,4	26,5

Bilans i CF

(mln PLN)	19/20	20/21	21/22P	22/23P	23/24P
CF operacyjny	52,0	20,2	55,4	35,5	36,5
CFO/EBITDA	98%	33%	140%	85%	83%
CAPEX	-1,7	-0,4	-5,7	-5,8	-5,7
aktywa ogółem	296,4	279,1	309,5	337,3	365,7
kapitał własny	94,3	141,6	170,1	195,5	222,0
dług netto	54,0	42,5	8,1	-13,5	-36,1
dług netto/EBITDA (x)	1,0	0,7	0,2	-0,3	-0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	22P	23P	24P	22P	23P	24P
minimum	10,2	9,1	5,3	3,5	3,7	3,5
maksimum	14,4	13,8	-	5,9	5,8	-
mediana	16,7	13,7	12,0	10,5	9,6	8,3
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P	27/28P	28/29P	29/30P	30/31P	+
przychody	216	229	240	252	264	276	288	301	314	327	334
EBITDA ex. MSSF16	32	34	36	38	39	41	43	44	46	48	49
marża EBITDA	14,9%	15,0%	15,1%	15,0%	15,0%	14,9%	14,9%	14,8%	14,7%	14,6%	14,6%
amortyzacja ex. MSSF	3	3	3	4	4	4	4	4	4	5	5
EBIT	29	31	33	34	36	37	39	40	42	43	44
podatek	6	6	6	7	7	7	7	8	8	8	8
NOPLAT	24	25	27	28	29	30	31	33	34	35	36
CAPEX	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-4	-5	-5
kapitał obrotowy	9	-1	-1	-2	-2	0	0	0	0	0	0
FCF	29	21	23	24	25	28	30	31	34	35	36
PV FCF	29	21	23	24	25	28	30	31	34	35	36
WACC	13,2%	14,3%	14,5%	14,2%	13,7%	13,4%	13,7%	13,9%	13,7%	13,7%	13,7%
dług netto / EV	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
risk-free rate	6,9%	7,9%	8,1%	7,9%	7,4%	7,1%	7,4%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	157
skor. dług netto ex. MSSF16	29
inne korekty	0
wycena DCF na akcję (PLN)	10,94

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	15%	13,98
DCF	85%	10,94
cena wynikowa		12,46
koszt kapitału 9M		10,00
cena docelowa za 9M		13,70

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgowa), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - 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, Compremum, 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_l_rynek/analizy_l_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, Compremum, 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, 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.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 1 grudnia 2022 o godzinie 07:24.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 1 grudnia 2022 o godzinie 08:35.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Poland, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, Grupa Pracuj, i2 Development, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Netia, Neuca, NWAJ Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplub, Rubicon Partners NF, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, STS Holding SA, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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 założonych prognozytycznych 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 prognozytycznych wypłaty

Rekomendacja dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
Sygnity (Paweł Szpigiel)

Rating	sell	sell	sell	accumulate	reduce	buy
Rating date	2022-12-01	2022-10-18	2022-07-08	2022-05-06	2022-04-07	2022-03-04
Target price	13,70	13,30	13,50	10,70	10,70	10,70
Price on rating	22,30	18,15	15,80	9,40	11,80	9,18

Grupa porównawcza wykorzystywana w wycenie porównawczej

Sygnity Ailleron, Asseco Business Solutions, Asseco Poland, Asseco South Eastern Europe, Atende, Comarch

mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 667 770 837
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

Mateusz Krupa, CFA
+48 571 608 973
mateusz.krupa@mbank.pl
strategia

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

Mikołaj Lemańczyk, CFA
+48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA
+48 510 929 021
beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl
biotechnologia, healthcare

Paweł Szpigiel
+48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

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

dr Paweł Wieprzowski
+48 789 443 768
pawel.wieprzowski@mbank.pl
przemysł, górnictwo

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 698 832 853
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Kowalczyk
+48 601 053 470
andrzej.kowalczyk@mbank.pl

Karol Kułaj
+48 509 602 984
karol.kulaj@mbank.pl

Paweł Cylkowski
+48 503 684 130
pawel.cylkowski@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 605 848 003
andrzej.sychowski@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 512 756 702
piotr.brozyna@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl