

wtorek, 1 września 2020 | raport analityczny

Sygnity: kupuj (nowa)

SGN.PW; SGN.WA | Sektor, Polska

Stabilizacja wyników, wysoki FCFE, atrakcyjna wycena

Sygnity jest producentem oprogramowania IT dla różnych sektorów gospodarki w Polsce. Niegdyś Sygnity było drugą co do wielkości grupą IT w Polsce z rocznymi obrotami 1,2 mld PLN. W latach 2014-17 sytuacja finansowa podmiotu znacznie pogorszyła się. W 3Q'17 Sygnity naruszyło kowenanty i podpisało umowę standstill z bankami i obligatariuszami. W czerwcu'18 podpisano umowę restrukturyzacyjną z podmiotami finansującymi i partnerami biznesowymi, a wkrótce doszło do dwóch podwyższeń kapitału. Z pozyskanych środków częściowo splateono obligatariuszy. Przez ostatnie kilka kwartałów spółka realizowała szereg inicjatyw mających na celu: (1) racjonalizację kosztów, (2) zmianę struktury przychodów w kierunku rozwiązań własnych, (3) segmentową dywersyfikację przychodów oraz (4) wygaszanie nierentownych projektów i dostaw sprzętu. Dziś, Sygnity ze stabilnymi R/R przychodami na poziomie 235 mln PLN osiąga wysoką rentowność (ok. 30% marża brutto na sprzedaży), generowaną głównie z rozwiązań własnych, bez problematycznego podwykonawstwa. Dzięki temu Sygnity generuje wysoki FCFE = 27-32 mln PLN, co implikuje wysoki Yield rzędu 16-19%. Stąd, nawet biorąc pod uwagę niechlubną historię finansową spółki i inne ryzyka, uważamy że walory spółki mają wysoki potencjał wzrostu. Sygnity jest notowane na atrakcyjnych poziomach EV/EBITDA'19/20 i P/E'19/20 = 4,3x oraz 6,4x odpowiednio. Inicjujemy rekomendację kupuj.

Stabilizacja wyników

W 2019/20 Sygnity powinno wygenerować 235 mln PLN obrotów ze sprzedaży, co oznacza stabilne przychody R/R. Działania optymalizacyjne, w tym spadek zatrudnienia i kończenie nierentownych projektów przekładają się na wynik EBITDA rzędu 54,4 mln PLN (45,6 mln PLN ex. MSSF16, tj. +22% R/R). W przyszłych okresach zakładamy utrzymanie poziomu wyników, jednak na linię netto wpływ będzie mieć spadek zadłużenia.

Znaczna poprawa sytuacji bilansowej

Na koniec 3Q'19/20 Sygnity ma 81,8 mln PLN zadłużenia ex. MSSF16 (kredyty, obligacje i zaległości do Microsoft) oraz gotówkę 33,6 mln PLN, co implikuje dług netto rzędu 48,8 mln PLN, tj. ok. 1,1x EBITDA'19/20P. Spółka nie wykazuje anormalnych poziomów składników majątku obrotowego. Największym ryzykiem jest spór z Fast Enterprises (podwykonawca przy projekcie ePodatki), który w bilansie ma odzwierciedlenie na 30,1 mln PLN roszczeń głównych i 8,5 mln PLN odsetek na czerwiec'20. Dodając powyższe do długu netto otrzymujemy 87,4 mln PLN (tj. 1,9x EBITDA'19/20P).

Wysoka generacja gotówki i możliwa dywidenda

Sądzymy, że obecny poziom zadłużenia pozwala spółce na przeprowadzenie refinansowania. Potencjalne jego korzyści: niższe koszty finansowe, większa elastyczność w zakresie dalszych inwestycji oraz możliwość wypłaty dywidendy. Zarząd deklaruje chęć podziału zysków z akcjonariuszami, przy uwzględnieniu potrzeb rozwojowych spółki. Sygnity ma możliwości do generowania wysokiego DYield, patrząc na wysokie przepływy FCFE.

	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P
Przychody	288,3	234,6	235,0	243,4	255,1
EBITDA	0,7	37,4	54,4	54,5	54,9
marża EBITDA	0,3%	15,9%	23,2%	22,4%	21,5%
EBIT	-	29,4	38,4	39,0	39,0
Zysk netto	-	15,9	25,5	28,2	28,7
P/E	-	10,3	6,4	5,8	5,7
P/CE	-	6,8	3,9	3,7	3,7
P/BV	5,0	2,5	1,8	1,4	1,1
EV/EBITDA	-	6,9	4,3	3,7	3,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	7,20 PLN
Cena docelowa	10,70 PLN
Kapitalizacja	164 mln PLN
Free float	164 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,61 mln PLN

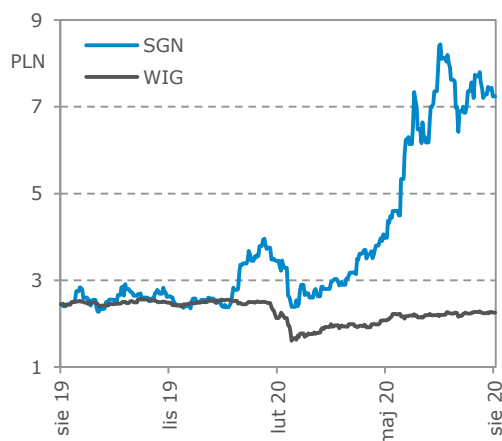
Struktura akcjonariatu

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	10,70	-	kupuj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Sygnity	7,20	10,70

Analitik:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@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 zawarło porozumienie w sprawie restrukturyzacji. Na koniec czerwca'20 zobowiązania z tytułu umowy restrukturyzacyjnej wyniosły 81,8 mln PLN, z czego kwota 25,3 mln PLN przypadła do spłaty w ciągu kolejnych 12 miesięcy. Sygnity powinny 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. Zaznaczamy w tym miejscu, że już raz (w marcu'20) Sygnity porozumiało się z zainteresowanymi stronami o rozterminowanie spłat.

Ryzyko odpisu wartości firmy

Na koniec czerwca'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.

Ryzyko wynikające ze sporu z Fast Enterprises

Na koniec czerwca'20 toczyły się istotne postępowania sądowe z powodztwa Fast Enterprises: (1) roszczenie o zapłatę wynagrodzenia z tytułu podwykonawstwa 30,0 mln PLN, (2) kolejne roszczenie o zapłatę wynagrodzenia z tytułu podwykonawstwa na kwotę 13,0 mln PLN. Sygnity jest także w trakcie sporu wzajemnego o zapłatę 21,1 mln PLN z tytułu odszkodowania za nienależyte wykonanie przez podwykonawcę umowy. W bilansie Sygnity na zamknięcie pierwszego półrocza 2019/20 r. rozpoznano kwotę 30,1 mln z tytułu roszczeń głównych, co stanowi >15% kapitalizacji spółki (18,6 mln jako zobowiązanie handlowe oraz 11,5 mln jako rezerwa na potencjalne roszczenia związane z toczącymi się sprawami sądowymi). Dodatkowo zaksięgowano także odsetki ustawowe od kwoty roszczeń. Niekorzystne dla Sygnity rozstrzygnięcie sporu będzie oznaczać istotny wydatek po stronie spółki. Na chwilę obecną postępowania sądowe toczą się, nie zapadł jeszcze żaden wyrok.

Brak dywidendy

Szacujemy, że dług netto wg MSSF16 Sygnity na koniec roku 2019/20 wyniesie ok. 69mln PLN, tj. 1,3x EBITDA. Niemniej jednak spółka przechodzi restrukturyzację finansową i jej priorytetem jest spłata zaległych zobowiązań (w tym do Microsoft). Ponadto spółka ma roszczenia sądowe na wysokie kwoty (od Fast Enterprises). Zwracamy także uwagę na dość niską bazę aktywów, co związane jest z mocno ograniczonymi wydatkami na cele inwestycyjne (CAPEX w okresie lip'19-czer'20 wyniósł jedynie 1,7 mln PLN (tj. zaledwie 0,7% przychodów) i była istotnie niższa niż amortyzacja. 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 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 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 czerwca'20 Sygnity zaraportowało z tytułu wystawionych gwarancji należytego wykonania umów i usuwania wad i usterek kwotę 24,4 mln PLN (bisko 90% zysku netto, który prognozujemy w 2019/2020 r.). Kwota ta jest raportowana jako zobowiązanie warunkowe, poza bilansem. Dodatkowo rezerwa na naprawy gwarancyjne na koniec czerwca'20 wyniosła 6,6 mln PLN w części krótkoterminowej oraz 1,9 mln PLN w części długoterminowej.

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 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 osiąganych 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 (45,9 mln PLN na koniec czerwca'20).

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 odpowiednio 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 9M'2019/20 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 10,70 PLN.

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Sygnity w latach 2019/20-2028/29.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wyznaczamy na poziomie 0,0%.
- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan długu netto na koniec 2018/19 roku (wliczając do niego zobowiązania do Microsoft) w standardzie MSSF16. Do długu netto konserwatywnie włączyliśmy roszczenia z powództwa Fast ujęte w bilansie oraz odsetki od nich na kwotę 38,6

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	15%	14,42
Wycena DCF	85%	9,21
	cena wynikowa	9,99
	cena docelowa za 9 m-cy	10,70

mln PLN. Skorygowany dług netto wyniósł 133,9 mln PLN.

- Zgodnie z takim podejściem uwzględniamy w kolejnych latach wyceny amortyzacji 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 1,2x, ze względu na niedawne ryzyko kredytowe spółki.

Model DCF

(mln PLN)	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P	27/28P	28/29P	28/29+
Przychody ze sprzedaży	235	243	255	265	275	286	296	306	317	327	
zmiana	0,2%	3,6%	4,8%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	
EBITDA	54,4	54,5	54,9	55,0	55,5	55,9	56,2	56,5	56,7	56,8	
marża EBITDA	23,2%	22,4%	21,5%	20,7%	20,1%	19,6%	19,0%	18,5%	17,9%	17,4%	
EBIT	38,4	39,0	39,0	38,8	38,9	38,9	38,9	38,7	38,5	38,1	
marża EBIT	16,3%	16,0%	15,3%	14,6%	14,1%	13,6%	13,1%	12,6%	12,1%	11,7%	
Opodatkowanie EBIT	7,3	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,3	7,2	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	31,1	31,6	31,6	31,5	31,5	31,5	31,5	31,4	31,2	30,9	
CAPEX	-1,8	-4,6	-6,3	-6,7	-7,2	-7,7	-8,2	-8,7	-9,3	-9,9	
Kapitał obrotowy	-6,2	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-2,3	
FCF	30,3	32,7	31,3	30,8	30,7	30,4	30,1	29,7	29,2	28,6	28,6
WACC	7,8%	8,4%	9,2%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	
współczynnik dyskonta	97,5%	90,0%	82,4%	75,3%	68,8%	62,8%	57,4%	52,4%	47,9%	43,8%	
PV FCF	29,6	29,4	25,8	23,2	21,1	19,1	17,3	15,6	14,0	12,5	

WACC	7,8%	8,4%	9,2%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
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	28,9%	18,0%	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	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	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

Wzrost FCF po okresie prognozy	0,0%
Wartość rezydualna (TV)	303,0
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	132,6
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	207,6
Wartość firmy (EV)	340,2
Dług netto (koniec 2018/19, MSSF16)	133,9
Inne aktywa nieoperacyjne	3,2
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Liczba akcji skorygowana (mln)	22,76
Wartość kapitałów wł. na akcję (PLN)	9,21
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,1%
Cena docelowa (PLN)	9,86

EV/EBITDA('19/20) dla ceny docelowej	6,2
P/E('19/20) dla ceny docelowej	8,2
Udział TV w EV	22,76

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC +1,0 p.p.	8,01	8,25	8,51	8,80	9,12
WACC +0,5 p.p.	8,58	8,85	9,15	9,48	9,85
WACC	9,20	9,51	9,86	10,24	10,66
WACC -0,5 p.p.	9,89	10,24	10,64	11,08	11,57
WACC -1,0 p.p.	10,64	11,05	11,51	12,02	12,60

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E z równymi wagami. Dla lat 2020, 2021 i 2022 przyjmujemy równe wagi. W Sygnity dla powyższych lat stosujemy zyski z okresów 2019/20, 2020/21 oraz 2021/22 odpowiednio. Stosujemy dyskonto 20% ze względu na wolniejsze tempo wzrostu wyników w Sygnity oraz niedawne ryzyko kredytowe w spółce. Uwzględniamy NPV aktywa podatkowego wynikającego ze straty z lat poprzednich.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Ailleron**	4,4	3,5	2,6	14,2	11,1	8,9
Asseco BS**	10,5	10,0	9,2	16,5	15,7	14,7
Asseco Poland	5,4	5,2	5,0	16,7	15,2	13,9
Asseco SEE**	11,0	9,8	8,7	21,8	19,1	17,5
Atende**	3,7	3,4	3,2	17,7	10,7	9,2
Comarch	7,3	7,2	6,9	20,4	16,9	15,9
Maksimum	11,0	10,0	9,2	21,8	19,1	17,5
Minimum	3,7	3,4	2,6	14,2	10,7	8,9
Mediana	6,4	6,2	6,0	17,2	15,5	14,3
Sygnity**	4,4	3,8	3,2	6,6	6,0	5,9
premia / dyskonto	-31,8%	-38,9%	-46,5%	-61,5%	-61,3%	-59,0%

Implikowana wycena

Wycena 1 akcji (PLN)	14,7	13,4	13,8	19,7	19,0	17,9
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)*	14,42					

*po dysconcie 20%; ** okresy odpowiednio: 2019/20, 2020/21, 2021/22, **na bazie własnych prognoz

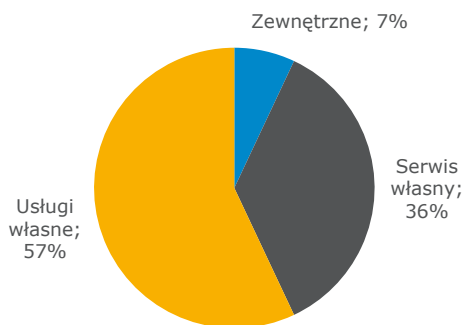
Model biznesowy i strategia

Zarys historii spółki i model biznesowy

Sygnity zajmuje się tworzeniem oprogramowania oraz doradztwem w zakresie IT dla różnych sektorów gospodarki w Polsce. Spółka powstała w wyniku połączenia w 2007 r. dwóch podmiotów ComputerLand (powstałym w 1991 r., do którego w 2004 r. dołączyła grupa Geomar) i Grupy Emax. W momencie połączenia Sygnity była drugą co do wielkości spółką informatyczną w Polsce z rocznymi obrotami rzędu 1,2 mld PLN. W 2012 r. Asseco Poland ogłosiło wezwanie na sprzedaż akcji Sygnity, jednak nie doszło do przejęcia. W 2012 r. doszło do wyboru oferty Sygnity na realizację największego w historii spółki projektu ePodatki. W kolejnych latach doszło do pogorszenia się wyników spółki. W 3Q'17 Sygnity naruszyły kowenanty i podpisały umowę standstill z bankami i obligatariuszami. W czerwcu'18 podpisano umowę restrukturyzacyjną z podmiotami finansującymi i Microsoft, a wkrótce doszło do dwóch podwyższeń kapitału. Z pozyskanych środków częściowo spłacono obligatariuszy.

Obecnie grupa Sygnity generuje >230 mln PLN przychodów ze sprzedaży. Po kilku kwartałach działań nastawionych na odejście od oprogramowania firm trzecich, Sygnity osiągnęło wysoki poziom przychodów generowanych z usług oraz serwisu własnego. W 1H'19/20 tylko 7% sprzedaży generowane było przez usługi i produkty zewnętrzne. Celem Zarządu Sygnity jest utrzymanie niskiego poziomu produktów firm trzecich w obrotach, co przekłada się także na relatywnie wysoką rentowność spółki. Choć Sygnity nie świadczy na szeroką skalę usług w modelu SaaS, to jednak Zarząd ocenia udział przychodów o charakterze powtarzalnym w całości sprzedaży na >60%.

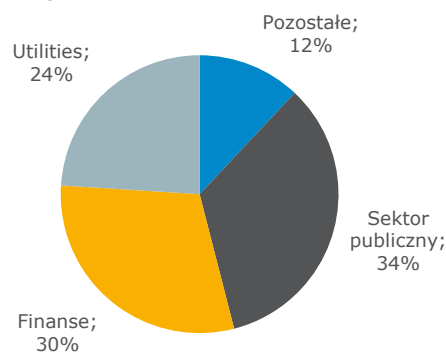
Usługi i licencje własne vs. zewnętrzne w strukturze sprzedaży Sygnity w 1H'19/20



Źródło: Sygnity, mBank

Przychody generowane są głównie z trzech sektorów: administracji publicznej (34% obrotów w 9M'19/20), bankowo-finansowego (30% obrotów w 9M'19/20) oraz użyteczności publicznej (24% obrotów w 9M'19/20). Przychody od innych sektorów nie przekraczają 12%. Zwracamy uwagę na relatywnie wysoką dywersyfikację przychodów z/w na sektory. Celem Zarządu Sygnity jest utrzymanie wysokiego poziomu dywersyfikacji obrotów.

Struktura przychodów Sygnity wg odbiorców w okresie 9M'19/20



Źródło: Sygnity, mBank

Spółka jest bardzo ważnym dostawcą usług dla Państwa, gdyż wspiera kluczowe obszary funkcjonowania strategicznych podmiotów i instytucji państwowych, jak: obsługa Centralnego Rachunku Bieżącego Budżetu Państwa, ewidencja i obsługa płatności podatkowych, obsługa płatności z tytułu dopłat dla rolników czy obsługa służb zatrudnienia i zabezpieczenia społecznego. Do najważniejszych klientów sektora administracji publicznej można zaliczyć: Ministerstwo Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej, Ministerstwo Finansów, Ministerstwo Sprawiedliwości, Ministerstwo Spraw Zagranicznych, Komenda Główna Policji, jednostki samorządu terytorialnego oraz Poczta Polska. Sygnity wspiera także wybrane obszary bezpieczeństwa energetycznego kraju. Spółka odpowiada m.in. za utrzymanie i rozwój systemu wspierającego funkcjonowanie rynku bilansującego energii elektrycznej w Polsce (SIRE) oraz systemy pomiarowe gwarantujące dostawy energii, jakość dostaw, rozliczenia z odbiorcami oraz raportowanie do URE.

Z kolei do najważniejszych klientów sektora bankowo-finansowego należą: Narodowy Bank Polski, Bank BnP Paribas Polska, Krajowa Izba Rozliczeniowa, Bank Gospodarstwa Krajowego, Santander Bank, BOŚ Bank, Grupa PKO Banku Polskiego, Plus Bank, Nordea Bank, Credit Agricole Bank Polska, Bank Pekao i szereg domów maklerskich. Z oferty do sektora użyteczności korzystają m.in.: grupa PGE, Tauron, Energa, Enea, PSG, KGHM, Veolia, przedsiębiorstwa wodociągowe i elektrociepłownie. Sygnity ma siedzibę w Warszawie, realizuje sprzedaż w większości (>95%) na terenie Polski.

Wybrane produkty Sygnity

Oferta produktowa Sygnity tworzona jest w oparciu o rozwiązania własne oraz o obce oprogramowanie informatyczne, z którego Sygnity korzysta na podstawie licencji. Najczęściej grupa korzysta z oprogramowania narzędziowego oraz aplikacji tematycznych takich firm jak IBM, HP, Microsoft, Oracle oraz SAP. W zakresie sprzętu kluczowymi dostawcami Grupy są HP, IBM, Cisco, a także producenci innych komponentów infrastruktury (m.in.: Fujitsu, Dell).

Administracja publiczna

Sygnity oferuje szereg rozwiązań w różnych obszarach administracji publicznej m.in. paleta produktów dedykowana dla jednostek samorządu terytorialnego realizujących zadania związane z obsługą świadczeń rodzinnych, świadczeń wychowawczych, funduszu alimentacyjnego, dodatków mieszkaniowych, stypendiów szkolnych, obsługi zespołów interdyscyplinarnych oraz systemy do cyfryzacji dokumentacji archiwalnej oraz zarządzania nią. Do kluczowych rozwiązań z obszaru administracji publicznej zaliczyć można zaliczyć system Syriusz, wspomagający w sposób kompleksowy realizację statutowych zadań powiatowych urzędów pracy.

System Syriusz

The screenshot shows a web-based form for entering employee data. It includes fields for personal data (Name: HBI, PESEL: 75110300000000000000000000000000), address (ul. Ciesielska 20, 44-100 Kozanów), and a table of work locations. The table has columns for 'Złóżko ul.', 'Rodzaj adresu', 'Miejscowość', 'kod poczt.', 'Poczta', 'Ulica', 'Nr domu', 'Nr lokalu', and 'Obowiązuje do'. The table contains three rows of data, with the first row highlighted in yellow.

Złóżko ul.	Rodzaj adresu	Miejscowość	kod poczt.	Poczta	Ulica	Nr domu	Nr lokalu	Obowiązuje do
ul. Ciesielska	Budynki	Kozanów	44-100	Kozanów	ul. Ciesielska	20		05.11.2018
ul. Ciesielska	Budynki	Kozanów	44-100	Kozanów	ul. Ciesielska	20		05.11.2018
ul. Ciesielska	Budynki	Kozanów	44-100	Kozanów	ul. Ciesielska	20		05.11.2018

Źródło: Sygnity

Sygnity oferuje także narzędzia do prezentacji w formie graficznej danych z obszaru głównych zadań realizowanych przez urzędy (infoKadra), systemy wspierające jednostki organizacji pomocy społecznej (Pomost), platformy wymiany informacji i dokumentów pomiędzy jednostkami administracji publicznej (SEPI). Sygnity ma w ofercie także system elektronicznego obiegu dokumentów i aplikacje do obsługi korespondencji sądów.

Finanse i Bankowość

Sygnity dostarcza m.in. zarządzania ryzykiem oraz systemy sprawozdawczości obowiązkowej dla banków (rodzina rozwiązań SPID), systemy klasy AML służący do zapobiegania praniu pieniędzy i finansowania terroryzmu (DiMon), systemy do obsługi zajęć komorniczych, systemy bilingowy wspomagające m.in. zarządzanie prowizjami i opłatami (rozwiązania Sygnity Flexi), systemy obsługi rynku kapitałowego, biur maklerskich i KDPW (rozwiązania Sidoma i Maestro), uniwersalny systemy przetwarzania płatności (UPPS) czy system realizacji przelewów międzybankowych dla Krajowej Izby Rozliczeniowej (Elixir), jak i rozwiązania automatyki bankowej.

Sektor użyteczności publicznej

W portfolio produktowym Sygnity w sektorze utilities do najważniejszych produktów można zaliczyć: systemy do rozliczeń i obsługi klienta (m.in. system SUD obsługujący procesy realizowane w ramach dystrybucji energii oraz obsługi rynku przez operatora sieci dystrybucji i system SUS do kompleksowej obsługi niezależnych sprzedawców energii elektrycznej i gazu). Sygnity dostarcza także rozwiązania do pozyskiwania, weryfikacji, analiz, bilansowania i udostępniania danych pomiarowych dla innych systemów biznesowych (AMD), oprogramowanie do zdalnych odczytów liczników (MAD) i zarządzania manualnym pozyskiwaniem danych odczytowych (WMS) oraz systemy dedykowane dla uczestników rynku mocy. Sygnity jest także znane z systemów do zarządzania majątkiem sieciowym w ciepłownictwie, przedsiębiorstwach wodno-kanalizacyjnych i dla dystrybutorów energii elektrycznej. Spółka ma w ofercie także systemy do zarządzania nieruchomościami.

Inne produkty

Do produktów Sygnity należą także: systemy wspierające przedsiębiorstwa produkcyjne w obsłudze procesów logistycznych, efektywnym zarządzaniu pojazdami na terenie przedsiębiorstwa oraz planowanie transportów (Janus), systemy dla firm zajmujących się obrotem paliw płynnych w efektywnym zarządzaniu logistyką, magazynowaniem i rozliczeniami ze służbami fiskalnymi (PetroHurt) czy systemy wspierające skuteczne zarządzanie sieciami stacji paliw (PetroRetail).

Strategia

Sygnity koncentruje się na realizacja bieżących oczekiwań klientów poprzez oferowanie nowoczesnych rozwiązań IT. Spółka buduje długoterminowe relacje z klientami, stara się pozyskiwać nowych. W sektorze finansowym kluczowym elementem strategii spółki jest nacisk na szybkie dostosowywanie się do zmieniających się warunków regulacyjnych, co gwarantuje stałą współpracę z obecnymi klientami. Sektor bankowy podlega licznym wymaganiom (silnie regulowane w ostatnim czasie kwestie to zwłaszcza: dostęp do usług finansowych, kwestie związane z praniem pieniędzy i finansowania terroryzmu, szczegółowa sprawozdawczość). Zapewnienie wysokiej pozycji w tym sektorze wymaga śledzenia trendów technologicznych, regulacji krajowych i europejskich, ich analizy oraz podnoszenia kwalifikacji pracowników. Ponadto, Sygnity stara się być wyspecjalizowane w rozwiązaniach dedykowanych dla rynku kapitałowego, biur i domów maklerskich. W sektorze utilities i przemysłu spółka stara się posiadać nowoczesne portfolio produktów, co wymaga ich ciągłej modernizacji. Dla przykładu, spółka rozwija obecnie nowe funkcjonalności w kompleksowym rozwiązaniu dla sprzedawców energii i gazu. W sektorze publicznym spółka skupia się na projektach średnich i dużych, gdzie potencjał merytoryczny oraz bogaty track record stanowią przewagę rynkową. Spółka inwestuje w nowe rozwiązania. Obecnie Sygnity prowadzi m.in. prace związane z uruchomieniem wybranego oprogramowania własnego Sygnity w modelu cloud, dzięki wykorzystaniu infrastruktury dostawców globalnych. Spółka rozwija też kompetencje RPA (Robotic Process Automation).

Struktura grupy kapitałowej

W skład grupy kapitałowej Sygnity wchodzi jednostka dominująca (Sygnity S.A. z siedzibą w Warszawie) oraz 4 spółki zależne (trzy w Polsce i jedna na Litwie w Wilnie). Większość działalności operacyjnej jest skupione w spółce matce (86,6% przychodów w 1H'19/20).

Uproszczona struktura kapitałowa grupy Sygnity

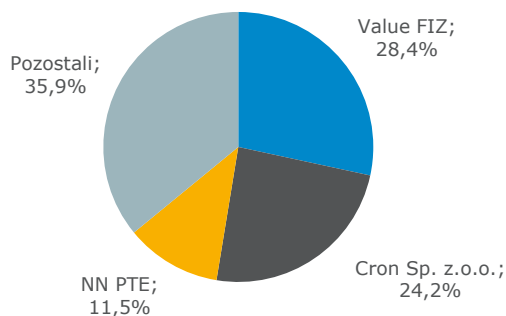
	Spółka	Kraj	Udział w kapitale
Jednostka dominująca	Sygnity S.A.	Polska	-
Spółki zależne			
	Geomar S.A. (do 30/3/19)	Polska	100,0%
	Sygnity Business Solutions S.A.	Polska	100,0%
	UAB Baltijos Kompiuteriu Centras (do 8/11/19)	Litwa	100,0%
	Enhandel Sp. z.o.o.	Polska	100,0%
Spółki współzależne			
	Budimex S.A. Sygnity S.A. Sp. j.	Polska	33,0%
Aktywa dostępne do sprzedaży			
	Emtal Sp. z.o.o.	Polska	50,0%

Źródło: Sygnity, mBank

Akcjonariat

Kapitał zakładowy Sygnity składa się z 25,96 mln PLN i składa się z 22,760 mln akcji na okaziciela, każda o wartości nominalnej 1 PLN oraz 3,196 mln akcji z tytułu hiperinflacyjnego przeszacowania kapitału własnego. Akcje wszystkich serii są jednakowo uprzywilejowane w zakresie dywidendy, prawa głosu oraz zwrotu z kapitału.

Struktura akcjonariatu Sygnity*



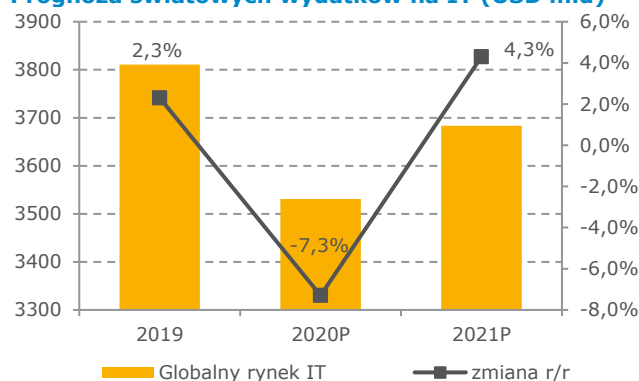
Źródło: Sygnity, mBank, *stan na 13/08/2020

Rynek

Rynek IT na świecie

Światowy rynek IT wg agencji Garner wyniósł 3,81 mld USD w 2019 r. po wzroście R/R na poziomie 2,3%. Według szacunków Gartner z lipca br., światowy rynek IT w 2020 r. ma spaść do 3,53 mld USD, czyli o 7,3% R/R. Głównym powodem spadku jest pandemia COVID-19 i jej skutki gospodarcze. Nowa prognoza na 2020 r. jest nieco bardziej optymistyczna niż ta podawana w maju br. (-8% R/R). Analitycy Garner spodziewają się, że odbicie w światowej branży IT będzie silniejsze niż średnio w całej gospodarce. W 2021 r. rynek IT powinien wzrosnąć o 4,3% R/R. Dzięki złagodzeniu ograniczeń związanych z pandemią wiele przedsiębiorstw zacznie osiągać większe niż dotychczas przychody, więc menadżerowie odpowiedzialni za wydatki IT ponownie uruchomią budżety na rozwiązania informatyczne. Część decydentów zdecyduje się także na przyspieszenie cyfryzacji w porównaniu do wcześniejszych planów.

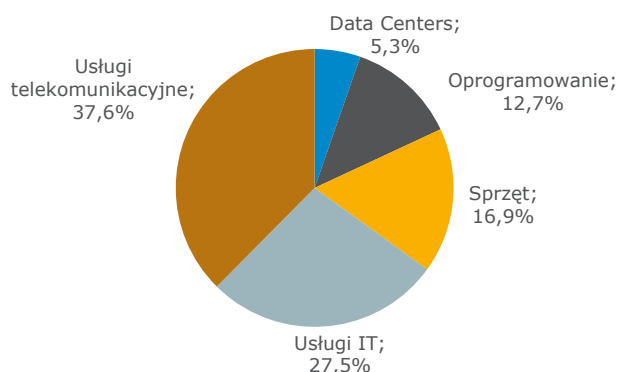
Prognoza światowych wydatków na IT (USD mld)



Źródło: Raport Gartner, mBank

Największy udział w rynku będą miały usługi telekomunikacyjne (37,6%), a usługi IT będą stanowić 27,5% globalnych wydatków na IT.

Prognozowana struktura światowego rynku IT w 2020 roku



Źródło: Raport Gartner, mBank

Wg Gartnera wiele przedsiębiorstw obecnie wchodzi w drugą fazę reakcji na pandemię, a mianowicie odrodzenia. Część z nich będzie mieć zaległości w projektach informatycznych, ale też dysponować niższymi środkami na ich realizację. W rezultacie menedżerowie IT zaczęli częściej wybierać produkty rozliczane w abonamencie albo usługi chmurowe, aby obniżyć koszty początkowe. Oczekuje się, że nakłady na IaaS wzrosną o 13,4% w 2020 r. oraz o 27,6% w 2021 r. Z kolei wydatki na online'owe rozwiązania do konferencji, oparte na chmurze, w tym roku będą wyższe o blisko 47% R/R. Z drugiej strony, przedsiębiorstwa mogą szukać oszczędności przede wszystkim w ramach zakupu sprzętu. Szacuje się, że obroty sprzętem zmniejszą się o 16,1% R/R w 2020 r. by wzrosnąć zaledwie o 2,4% w 2021 r. Nie należy też spodziewać się, że nakłady na sprzęt szybko wrócą do poziomu z 2019 r. Istotny spadek - o ponad 10% R/R dotknie także obszaru systemów centrów danych, ponieważ niektóre przedsiębiorstwa rezygnują z projektów IT albo je wstrzymują.

Dynamika poszczególnych segmentów światowego rynku IT

Segment	2019	2020P	2021P
Data Centers	0,60%	-10,30%	6,20%
Oprogramowanie	11,70%	-5,70%	7,40%
Sprzęt	-0,30%	-16,10%	2,40%
Usługi IT	4,80%	-6,80%	5,50%
Usługi telekomunikacyjne	-0,60%	-3,30%	3,00%

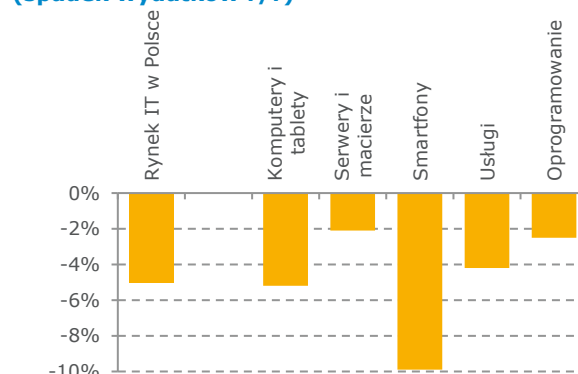
Źródło: Raport Gartner, mBank

Rynek IT w Polsce

Według IDC, w 2020 r. pomimo wzrostów w obszarach takich jak narzędzia do pracy zdalnej, bezpieczeństwo czy usługi chmurowe, większość segmentów IT odnotuje spadki R/R. Rynek IT w krajach Europy Środkowo-Wschodniej skurczy się w 2020 r. w stopniu większym niż spadki krajowych PKB. Wartość rynku IT w Polsce w 2020 r. spadnie o 5,5%, według prognoz IDC. Jeszcze w styczniu 2020 r. prognozy wskazywały na 6% wzrost, jednak pandemia COVID-19 ma duży wpływ na poziom wydatków na informatykę.

W 2020 r. całkowite wydatki na sprzęt ulegną istotnemu zmniejszeniu. IDC wskazuje, że w 1Q'20 zaobserwowano 5%-owy wzrost sprzedaży sprzętu komputerowego, a na wyniki producentów komputerów w 2Q'20 wpłynął korzystnie rządowy projekt Cyfrowa Szkoła (dwie transze po 186 i 180 mln PLN przeznaczone na zakup łącznie ponad 100 tys. notebooków dla uczniów i nauczycieli, który został sfinansowany z Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa). Okres 1H'20 powinien więc wykazać dodatnią dynamikę R/R, jednak w całym roku przewiduje się spadek sprzedaży desktopów, laptopów i tabletów o ok. 5%. Inne kategorie sprzętu, takie jak serwery czy macierze, odnotują spadek o 2,1% (vs. wzrost o 4,2% R/R poprzednie estymacje). Opóźnienia w dostawach czy przesunięcia premier nowych modeli, jak i opóźnienia we wdrożeniu sieci 5G w Polsce (w tym anulowanie procesu rozdysponowania częstotliwości 5G dla operatorów) to wg IDC kluczowe powody spadku sprzedaży smartfonów o 9,9% R/R.

Prognoza dla rynku IT w Polsce na 2020 r. (spadek wydatków r/r)



Źródło: IDC, mBank

Według badań IDC, połowa polskich przedsiębiorstw planuje utrzymać wydatki na usługi IaaS, PaaS i SaaS na stabilnym poziomie R/R, a 20% przewiduje wzrost wydatków. Przewiduje się, że całkowite wydatki na oprogramowanie spadną, ponieważ firmy opóźniają nowe projekty i wdrożenia aplikacji. Jednakże coraz więcej danych będzie przechowywanych, zarządzanych i analizowanych w chmurze. Usługi cloud dzięki szybkiej dostępności i skalowalności są dobrym modelem zakupu IT w czasie rynkowej niepewności i konieczności szybkiego korygowania budżetów IT.

Pozycja Sygnity na polskim rynku

Zgodnie z raportem Computerworld TOP200 Edycja 2019 w 2018 roku Grupa Kapitałowa Sygnity zajmuje 17 pozycję wśród największych grup kapitałowych działających na polskim rynku IT, 14 pozycję wśród firm o największym zatrudnieniu, 15 pozycję wśród największych dostawców rozwiązań i usług dla sektora administracji publicznej i służb mundurowych, 18 pozycję wśród największych dostawców usług IT, 27 pozycję wśród największych dostawców oprogramowania, 7 pozycję wśród największych dostawców usług serwisowych oraz 4 pozycję wśród największych dostawców usług integracyjnych.

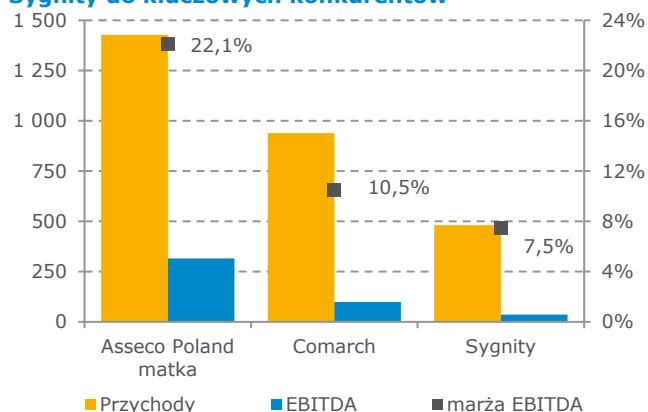
Na rynku rozwiązań IT dla sektora administracji publicznej za głównych konkurentów Sygnity należy uznać: Asseco Poland, Comarch, Atos Polska, S&T, Pentacomp Systemy Informatyczne. Konkurentami dla Sygnity w przypadku sektora bankowo-finansowego są nie tylko firmy krajowe, takie jak Asseco Poland oraz Comarch, lecz również koncerny międzynarodowe takie jak Atos Polska, IBM, Oracle, SAP, Diebold Nixdorf. Z kolei w sektorze utilities konkurentami dla Sygnity są: Asseco Poland, NMG, Insoft, KartGIS, Transition Technologies, PSI, Rector, Globema.

Wyniki finansowe

Wyniki finansowe Sygnity do 2017/18 r.

Sygnity w 2013 r. generowało roczne obroty rzędu 0,5 mld PLN, jednak wykazywało niższe rentowności niż główna krajowa konkurencja.

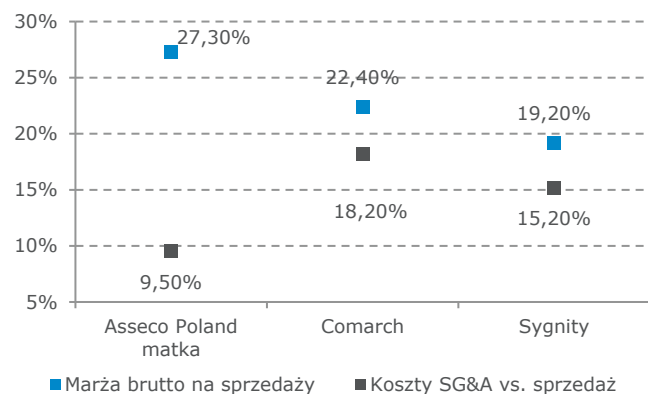
Porównanie poziomu przychodów i generowanego zysku EBITDA (mln PLN) oraz marży EBITDA (%) Sygnity do kluczowych konkurentów*



Źródło: Sygnity, mBank, *dane dla 2013 r. dla jed. dominującej Asseco Poland i Comarchu, 2012/13 r. dla Sygnity

Kluczowym powodem niższych rentowności zysku EBITDA był niższy poziom marży brutto na sprzedaży osiągnięty z realizowanych kontraktów. Pomimo tego Sygnity wykazywało dość wysoki poziom kosztów SG&A w relacji do przychodów.

Porównanie Sygnity do kluczowych konkurentów



Źródło: Sygnity, mBank

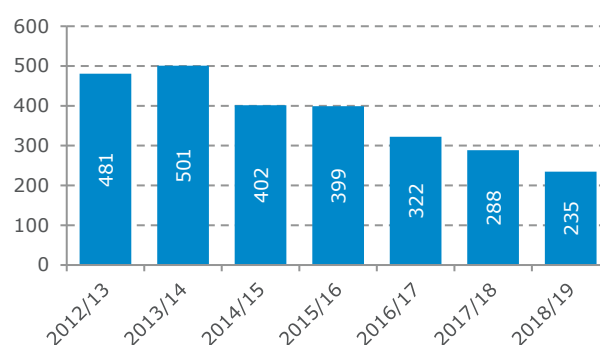
W latach 2012-14 na polskim rynku IT obserwowaliśmy deteriorację rentowności kontaktów spowodowaną z jednej strony wzrostem konkurencyjności sektora, a z drugiej strony inflacją wynagrodzeń IT. Zwłaszcza wśród zamówień publicznych obserwowano zaciętą walkę o nowe kontrakty. W 2013 r. Sygnity podpisało z Ministerstwem Finansów umowę na budowę, wdrożenie i utrzymanie systemu ePodatki. Wartość oferty złożonej przez spółkę wynosiła 232 mln PLN brutto. Sygnity zwyciężyło m.in. z Comarchem i Asseco Poland w postępowaniu przetargowym. Na podwykonawcę kontraktu Sygnity wybrało amerykańską firmę Fast Enterprises. System miał być oparty o rozwiązanie GenTax. ePodatki miały obsługiwać 400 urzędów skarbowych, czyli 40 tys. pracowników urzędów skarbowych i izb skarbowych. Wdrożenie miało umożliwić obsługę 25 mln kont podatników płacących podatek PIT. Czas realizacji zamówienia określono na 8 lat.

W tym miejscu podkreślamy kluczowe problemy, które naszym zdaniem istotnie przełożyły się potem na stan finansów Sygnity:

- bardzo duża wartość kontraktu,
- realizacja systemu w oparciu o rozwiązania firm trzecich,
- duża kompleksowość i długi czas trwania kontraktu, co implikowało wysokie ryzyko niedoszacowania kosztów kontraktu,
- realizacja kontaktu z dużym udziałem podwykonawców.

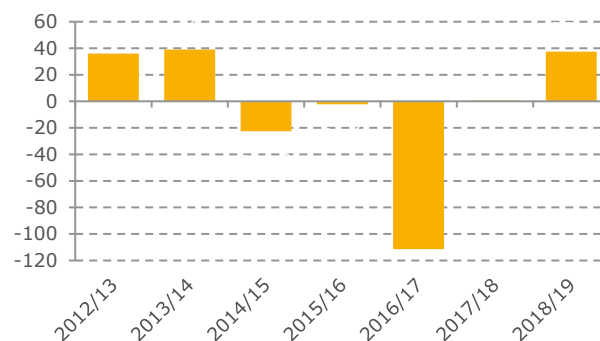
Zastój na rynku zamówień publicznych w latach 2014-16 doprowadził do znacznego pogorszenia się wyników Sygnity. Obroty spadły w roku finansowym (spółka rozpoczyna rok 1 X i kończy 30 IX) 2016/17 r. do 322 mln PLN.

Przychody Sygnity w ostatnich latach (mln PLN)



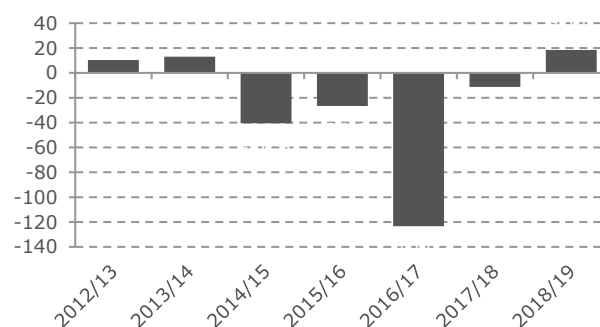
Źródło: Sygnity, mBank

EBITDA Sygnity w ostatnich latach (mln PLN)



Źródło: Sygnity, mBank

Zysk netto Sygnity w ostatnich latach (mln PLN)

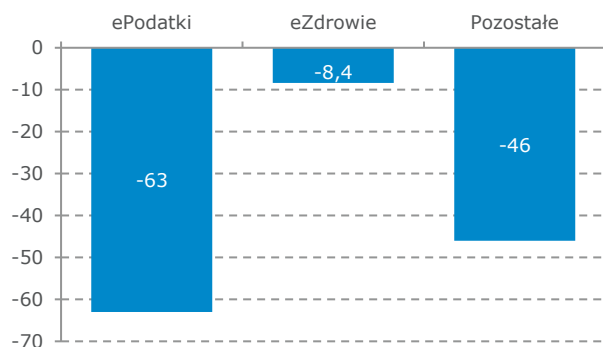


Źródło: Sygnity, mBank

Pomimo istotnego spadku zatrudnienia w latach 2013-2017 (przeciętne zatrudnienie spadło z 1271 osób w 2012/13 do 1072 w 2016/17, tj. o 16%), spółce nie udało się utrzymać rentowności brutto na sprzedaży. Ta spadła z 19,6% w 2012/13 r. do 10,6% w 2016/17 r.

W 2017 r. Zarząd spółki podjął decyzję o przeglądzie kontraktów długoterminowych, w wyniku czego, w 2016/17 roku Sygnity rozpoznało stratę netto rzędu -123,3 mln PLN. Wynik był obciążony utworzonymi odpisami i rezerwami związanymi przede wszystkim z nierentownymi projektami w sektorze administracji publicznej m. in. ePodatki, eZdrowie (odpowiednio 63 mln PLN i 8,4 mln PLN). Dokonano także korekt na kwotę 46 mln PLN (w tym częściowa likwidacja wartości niematerialnych i prawnych oraz spisanie niektórych nakładów inwestycyjnych).

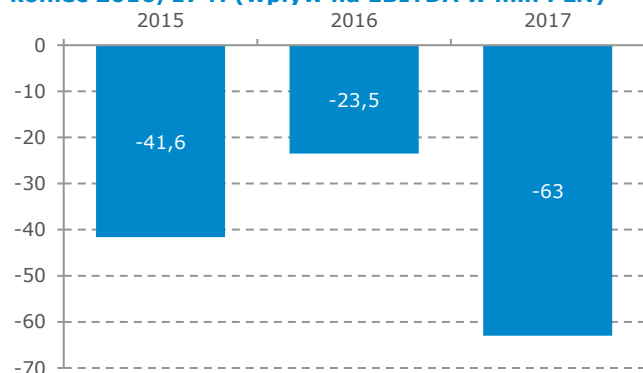
Rezerwy, odpisy i korekty należności niezafakturowanych w 2016/17 r. (mln PLN)



Źródło: Sygnity, mBank

W związku z powyższym spółka naruszyła warunki programu emisji obligacji z 2014 r. Ponadto, ponownie oszacowano koszty i stopień zaawansowania projektu ePodatki, co skutkowało korektami wyników za latami 2014/15 i 2015/16 (na odpowiednio 41,6 mln PLN i 23,5 mln PLN). W związku z korektami stanu realizacji projektu ePodatki, niezafakturowane należności od klientów z tytułu prac wynikających z umów długoterminowych spadły o 29% R/R.

Korekta wyceny kontraktu ePodatki dokonana na koniec 2016/17 r. (wpływ na EBITDA w mln PLN)

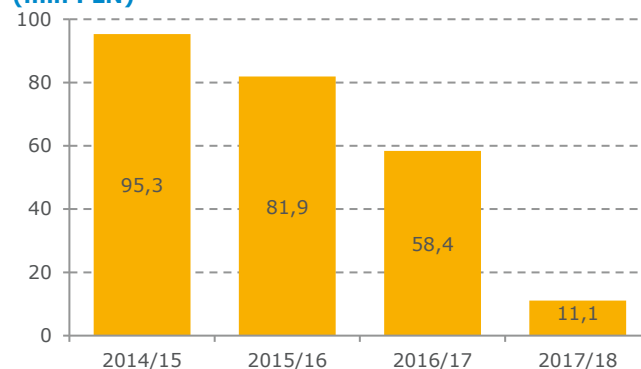


Źródło: Sygnity, mBank

W trakcie roku 2017/18 Sygnity dokonało restrukturyzacji dużych, problematycznych kontraktów poprzez ich rozwiązanie lub znegocjowanie warunków realizacji, w tym: w maju'18 doszło do zawarcia porozumienia ze Skarbem Państwa w sprawie kontaktu dla Centrum Systemów Informatycznych Ochrony Zdrowia oraz z ZUSem. W sierpniu'18 Sygnity porozumiało się z Ministerstwem Finansów w sprawie systemu ePodatki, a także z Bankiem Gospodarstwa Krajowego.

Restrukturyzacja kontraktów pociągnęła za sobą istotny spadek niezafakturowanych należności od klientów z tytułu umów długoterminowych (o 81% w dół R/R).

Spadek należności niezafakturowanych w Sygnity (mln PLN)



Źródło: Sygnity, mBank

Sygnity realizowało także oszczędności w ramach kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Zatrudnienie w działach sprzedaży spadło w ciągu dwóch lat, do końca 2017/18 r. o 59 osób R/R (tj. o 61%), w dziale administracji o 82 osoby (tj. o 46% R/R).

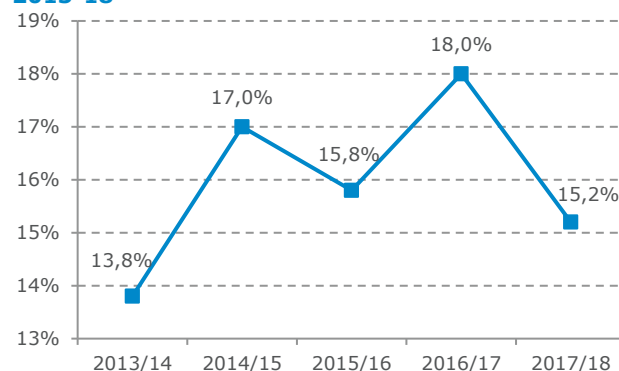
Przeciętne zatrudnienie w Sygnity w latach 2015-18

Struktura zatrudnienia	2015/16	2016/17	2017/18
Kadra zarządzająca	8	7	7
Administracja	180	119	98
Dział sprzedaży	96	81	37
Pion produkcji	791	865	831
Razem	1 075	1 072	973

Źródło: Sygnity, mBank

Przełożyło się to na spadek relacji kosztów SG&A do przychodów w 2017/18 r. (do 15,2%).

Koszty SG&A vs. przychody w Sygnity w latach 2013-18



Źródło: Sygnity, mBank

Zarząd podjął także decyzję o porządkowaniu i restrukturyzacji spółek zależnych. Stąd Sygnity zdecydowało się na sprzedaż zorganizowanej części przedsiębiorstwa Sygnity Business Solutions (do której jednak nie doszło), postawienie Sygnity International w stan likwidacji oraz dokonał dodatkowych odpisów w spółce zależnej (UAB Baltijos Kompiuteriu Centras i Geomar). W 2019 r. zarząd spółki Geomar złożył wniosek o upadłość, a w listopadzie'19 UAB Baltijos Kompiuteriu Centras zostało sprzedane.

Raport biegłego rewidenta do sprawozdania 2017/18 zawierał zastrzeżenie dot. przeprowadzonego przez Zarząd testu na utratę wartości firmy, który nie wykazał utraty wartości.

Wynik netto pierwszego kwartału roku obrotowego 2018/19 był pierwszym okresem w którym Sygnity prowadziło standardową, nieobarczoną istotnymi, problematycznymi kontraktami, działalność biznesową. Sygnity odnotowało wtedy najlepszy kwartalny wynik w ciągu ostatnich pięciu lat obrotowych.

Restrukturyzacja zadłużenia finansowego

W grudniu'14 Sygnity wyemitowało obligacje serii 1/2014 z terminem wykupu przypadającym na grudzień'17. Warunki emisji obligacji zobowiązywały spółkę m.in. do utrzymywania wartości kapitałów własnych na poziomie nie niższym niż 200 mln PLN oraz spełnienia za każdy kwartał roku kalendarzowego wskaźnika: dług netto/EBITDA na poziomie niższym niż 3,5x. Na koniec 2Q'2016/17 (tj. na koniec marca'17) powyższe warunki zostały naruszone, co skutkowało postawieniem przez właścicieli obligacji serii 1/2014 wynikających z nich zobowiązań w stan natychmiastowej wymagalności.

W lipcu'17 obligatariusze i banki finansujące Sygnity złożyły deklarację powstrzymania się od egzekucji ich praw w związku z naruszeniem kowenantów do chwili osiągnięcia porozumienia wszystkich stron. Także w lipcu'17 dwa banki (Deutsche Bank i ING) wypowiedziały umowy kredytowe z/w na pogarszającą się sytuację finansową Sygnity, słabszą zdolność spółki do regulowania swoich zobowiązań oraz m.in. wystąpienie jednego z podwykonawców Sygnity współpracującym w realizacji projektu z zakresu administracji publicznej z roszczeniem o zapłatę 27 mln PLN. W kwietniu'17 Sygnity podpisało z obligatariuszami, bankami finansującymi oraz Microsoft umowę restrukturyzacyjną. Umowa przewidywała restrukturyzację finansową, majątkową i operacyjną grupy Sygnity i przewidywała termin spłaty wierzytelności nią objętych do końca 2022 r. Umowa wraz z późniejszymi aneksami przewidywała:

- (1) dokapitalizowanie Sygnity w drodze emisji nowych akcji w ofercie prywatnej, w kwocie od 10 mln PLN do 12 mln PLN do końca sierpnia'18;
- (2) dyskontowy wykup obligacji o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 23 mln PLN za cenę wynoszącą 17,25 mln PLN ze środków pozyskanych z emisji nowych akcji bądź ze środków pozyskanych przez dodatkowe finansowanie dłużne (w razie niezrealizowania wykupu obligacji spółka była zobowiązana do zrealizowania podwyższenia kapitału zakładowego Sygnity w drodze skierowania oferty prywatnej akcji Sygnity do obligatariuszy w zamian za wkłady w łącznej kwocie do 30 mln PLN wniesione wskutek potrącenia wierzytelności z tytułu obligacji);
- (3) zmianę warunków zadłużenia finansowego wobec banków oraz pozostałej części zadłużenia finansowego wobec obligatariuszy i pozostałej części wraz z jego rozłożeniem w czasie i odroczeniem jego spłaty;
- (4) rozłożenie w czasie wierzytelności Microsoft Dublin wraz z odroczeniem spłaty;
- (5) udostępnienie Sygnity nowych linii gwarancyjnych;
- (6) wyodrębnienie zorganizowanej części przedsiębiorstwa Sygnity niezwiązanej z podstawową działalnością Spółki i wykorzystywanej przez Sygnity Business Solutions oraz sprzedaż jej do Sygnity Business Solutions;
- (7) sprzedaż części aktywów grupy niekluczowych z punktu widzenia celów restrukturyzacji operacyjnej.

Na koniec sierpnia'18 zrealizowano pierwsze dokapitalizowanie (pozyskano środki w wysokości 9,6 mln PLN netto). W grudniu'18 Sygnity dokonało dyskontowego wykupu obligacji o łącznej wartości nominalnej za 17,25 mln PLN (tj. przy dyskoncie wynoszącym 25%) ze środków pochodzących w całości z kolejnego podwyższenia kapitału zakładowego (pozyskano kolejne 16,9 mln PLN).

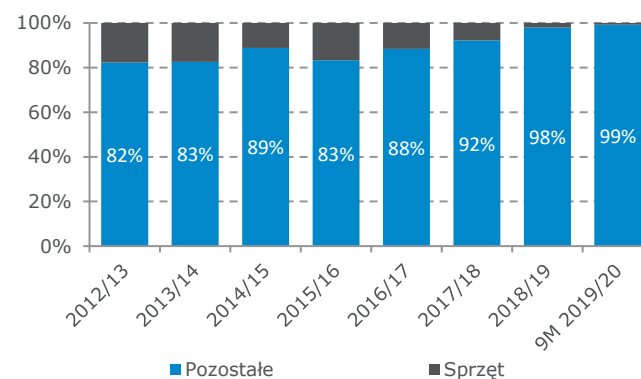
Na koniec września'19 zobowiązania z tytułu umowy restrukturyzacyjnej wyniosły 92,8 mln PLN (spadek z 141,7 mln PLN na koniec września'18), z czego kwota 50,3 mln PLN przypadała do spłaty w ciągu kolejnych 12 miesięcy. W związku z tym Zarząd Sygnity przystąpił do przygotowania i uzgodnienia z wierzycielami porozumienia pozwalającego na ustalenie nowego harmonogramu spłaty zadłużenia celem przesunięcia części najbliższych spłat.

W marcu'20 Sygnity zawarło z wierzycielami aneks do umowy restrukturyzacyjnej celem rozterminowania nadchodzących płatności oraz ustalenia nowego harmonogramu spłaty zadłużenia. Została wyznaczona data ostatecznej spłaty wierzytelności objętych Umową Restrukturyzacyjną na koniec marca'22 (została przesunięta z końca września'22). Na koniec czerwca'20 Sygnity miało obowiązek spłaty 81,8 mln PLN z tytułu umowy restrukturyzacyjnej, z czego 25,3 mln PLN przypadało do spłaty w ciągu kolejnych 12 miesięcy. Zarząd Sygnity kontynuuje obecnie politykę racjonalizacji kosztów oraz wychodzenia z kontraktów o niskiej rentowności.

Przegląd obecnej sytuacji finansowej spółki: rachunek zysków i strat

W 2018/19 r. Sygnity wygenerowało przychody ze sprzedaży równe 234,6 mln PLN, co oznacza spadek R/R o 18,6%. Tąpnięcie wywołane było przez zastosowanie nowego standardu rachunkowości MSSF 15 w zakresie rozpoznawania przychodów (na kwotę 25,9 mln PLN) oraz przez rezygnację z realizacji niskomargowych projektów (Sygnity zrezygnowała zwłaszcza z dużych dostaw sprzętu). W 2018/19 r. sprzedaż sprzętu stanowiła zaledwie 2% całości przychodów (0,8% w ciągu 9M 2019/20).

Udział sprzętu w obrotach Sygnity

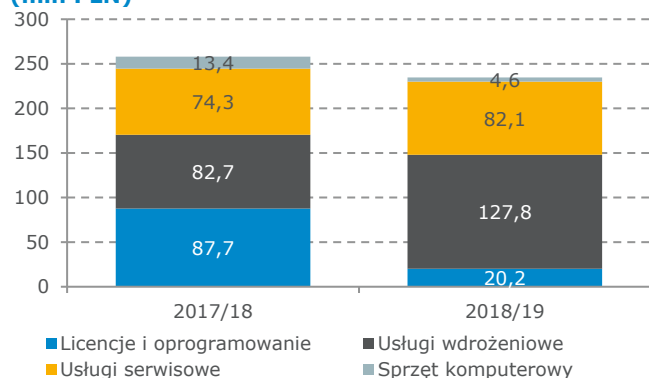


Źródło: Sygnity, mBank

W 2018/19 r. Sygnity podpisało kilka ważnych kontaktów, m.in.: z Ministerstwem Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej na 26,1 mln PLN (do końca kalendarzowego 1H'2021) oraz z Poczta Polska ok. 58 mln PLN (kilka umów). Istotnym wydarzeniem było także zawarcie w sierpniu'18 ze Skarbem Państwa porozumienia w sprawie systemu ePodatki (strony w ugodzie zmieniły zakres pierwotnych umów, które po zmianach wyniosły razem ok. 182 mln PLN, doprecyzowane zostały przysłe stosunki podmiotów). Dodatkowo, w grudniu'18 została podpisana umowa z NBP (na lata 2019-22), w której maksymalne wynagrodzenie ustalono na 65,9 mln PLN.

Sygnity w 2018/19 zanotowało znaczny wzrost obrotów z usług wdrożeniowych (+55% R/R) do poziomu 112,0 mln PLN oraz spadek obrotów z licencji i oprogramowania (o 77% R/R). Przychody z usług serwisowych wzrosły o 11%.

Zmiana struktury przychodów Sygnity w 2018/19 r. (mln PLN)

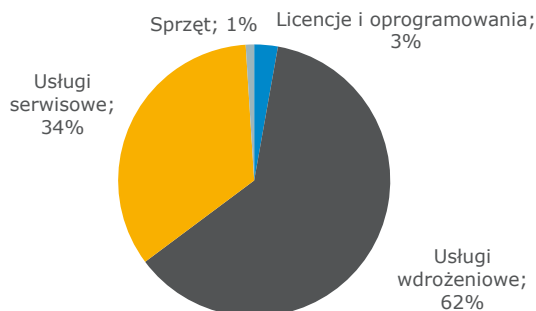


Źródło: Sygnity, mBank

W okresie 9M'2019/20 przychody spadły o 2,1%, a spółka doświadczyła podobnych trendów: obroty z licencji i oprogramowania spadły o 68%, a z usług wdrożeniowych wzrosły o 14%. Obecnie prawie 2/3 sprzedaży spółki jest generowane z wdrożeń (głównie rozwiązań własnych).

W okresie 9M'19/20 Sygnity zawarło umowy m.in. z Agencją Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa na 9,8 mln PLN oraz nieco mniejsze z Ministerstwem Spraw Zagranicznych oraz z Polską Spółką Gazownictwa.

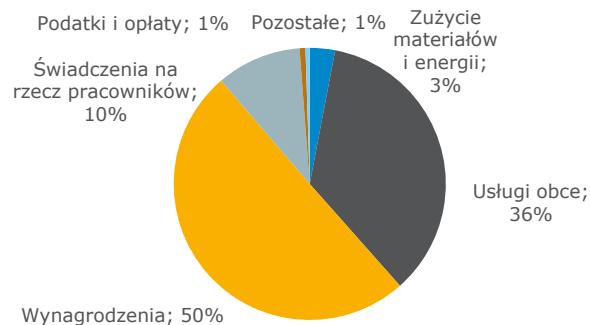
Struktura przychodów ze sprzedaży Sygnity w 9M'2019/20



Źródło: Sygnity, mBank

Głównym kosztem Sygnity są wynagrodzenia i świadczenia dla pracowników, które wyniosły razem w 2018/19 r. 106,1 mln PLN i 84,3 mln PLN w okresie 9M'2019/20 co stanowiło odpowiednio 54,7% i 57,0% kosztów operacyjnych. Ważną grupą kosztów są także usługi obecne (odpowiednio 36,1% i 33,5% w okresach jak wyżej). Na usługi obecne składają się przede wszystkim koszty podwykonawców, stałych współpracowników, subskrypcje do licencji, koszty najmu powierzchni biurowej i magazynowej, obsługi prawnej i doradztwa oraz koszty usług telekomunikacyjnych, jednak to koszty podwykonawców i współpracowników można szacować razem na ok. 60% kosztów usług obcych. To z kolei implikuje, że koszty pracownicze w grupie Sygnity stanowią ok. 71-74% wszystkich kosztów operacyjnych (i prawie 80% wykluczając amortyzację).

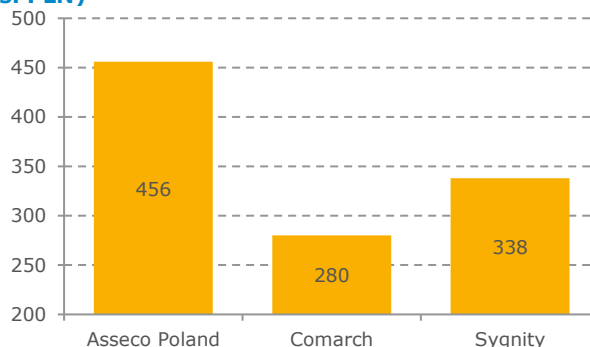
Struktura kosztów operacyjnych bez amortyzacji Sygnity 9M'2019/20*



Źródło: Sygnity, *grupa „pozostałe” z wyłączeniem rozwiązania rezerw na 4,1 mln PLN

Sygnity od kilku lat zmniejsza zatrudnienie w grupie. Przeciętny stan zatrudnionych w 2018/19 r. istotnie spadł i wyniósł 777 (vs. 973 rok wcześniej). W trakcie 2019/20 r. spółka ciągle redukuje liczbę zatrudnionych, jednak tempo zmian jest niższe niż w latach poprzednich. Zarząd nie widzi dużego pola do ograniczenia liczby pracowników. W porównaniu do konkurencyjnych podmiotów, ilość obrotów generowana na 1 zatrudnionego w dziale produkcyjnym w Sygnity plasuje się pomiędzy Asseco Poland, a Comarchem.

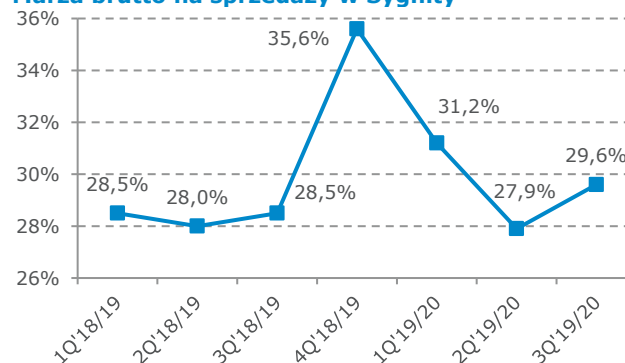
Przychód na 1 pracownika działu produkcyjnego w Comarch, Sygnity* i w Asseco Poland w 2019 roku (tys. PLN)



Źródło: Sygnity, mBank, *rok obrotowy 2018/19

Restrukturyzacja kontraktów oraz spadek zatrudnienia przełożyły się na wzrost marży brutto ze sprzedaży. Jej poziom w okresie 9M'2019/20 wyniósł 30,8%.

Marża brutto na sprzedaży w Sygnity



Źródło: Sygnity, mBank

Wynik EBITDA wyniósł w 2018/19 r. 37,4 mln PLN, a w okresie 9M'2019/20 42,5 mln PLN (+37,7% R/R). Zwracamy jednak uwagę, że od początku roku obrotowego 2019/20 (tj. od 4Q'19 kalendarzowego) spółka rozpoczęła raportowanie wyników finansowych w standardzie MSSF16, stąd wyniki na linii EBITDA nie są porównywalne R/R. Po korekcie kosztów amortyzacji w okresie 9M'2019/20 o amortyzację prawa do użytkowania aktywów w kwocie 6,6 mln PLN, zysk EBITDA w MSR17 szacujemy na 35,9 mln PLN, co implikuje dynamikę R/R na rzędu 10,1%.

W sprawozdaniu finansowym za 9M'2019/20 spółka podaje (w rozbiściu kosztów operacyjnych) o informację o wysokości zmiany na rezerwach, które mają wpływ na poziom kosztów w danych okresach. W ciągu 9M'18/19 i 9M'19/20 są to odpowiednio -1,7 mln PLN oraz +4,1 mln PLN. Pozytywna zmiana w 9M'19/20 jest wynikiem zmiany metodologii księgowania przychodów i kosztów związanych z usługami serwisowymi świadczonymi w czasie dla części projektów w sektorze publicznym. Do końca roku fiskalnego 2018/19 wystawione przez spółkę faktury rozpoznawane były od razu w całości w przychodach i jednocześnie wiązane były w ciężar kosztów rezerwy na gwarancje, która były rozwiązywane sukcesywnie w miarę upływu okresu świadczonych usług (w ten sposób spółka wykazywała zyski w trakcie trwania okresu, jednak przychody były rozpoznawane na początku trwania kontaktu). Od początku 2019/20 faktury są rozpoznawane w momencie wystawienia jako zobowiązania (a dokładniej przychody przyszłych okresów), bez wiązania dodatkowych rezerw gwarancyjnych. Zmiana metodologii miała istotny wpływ na wysokość zawiązywanych rezerw, co przełożyło się na wymienioną zmianę +4,1 mln PLN. Spółka informuje, że nie doszło do istotnych zmian na rezerwach w trakcie 9M'2019/20, które podwyższyłyby wynik Sygnity w tym czasie. Stąd, naszym zdaniem porównując wyniki EBITDA oba okresy (9M'18/19 oraz 9M'19/20), nie dokonujemy korekty o omawiane zmiany na rezerwach.

Wzrost wyników Sygnity w 9M'2019/20

	9M'2018/19	9M'2019/20	dynamika
EBITDA raportowana	32,6	42,5	30,4%
EBITDA ex. MSSF16	32,6	35,9	10,1%

Źródło: Sygnity, mBank

Koszty finansowe netto wyniosły w 2018/19 r. 10,6 mln PLN, a w ciągu 9M'2019/20 5,9 mln PLN. Poziom kosztów w 2018/19 r. zaburzony był przez rozpoznanie przychodów finansowych z tytułu umorzenia obligacji na 5,8 mln PLN w 1Q'18/19 (spółka wykupiła obligacji o łącznej wartości nominalnej 23 mln PLN za cenę wynoszącą ok. 17,3 mln PLN, tj. przy dyskoncie wynoszącym 25%) ze środków z dokapitalizowania.

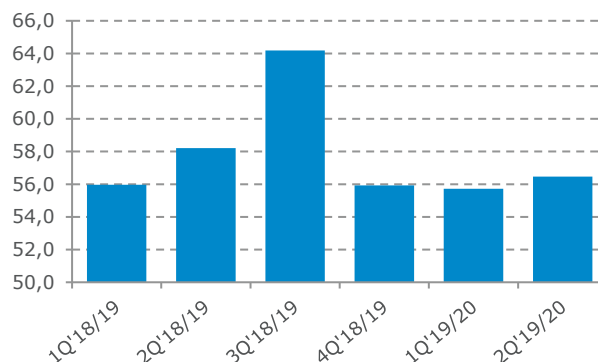
Spółka ponosi obecnie dość wysoki poziom kosztów finansowych, tj. ok. 1,3-1,5 mln PLN kwartalnie nie licząc różnic kursowych, odsetek od leasingu MSSF16 oraz innych zdarzeń o charakterze nietypowym. Na poziom kosztów znaczny wpływ mają odsetki od roszczeń sądowych (sprawa Fast Enterprises) w sumie >0,5 mln PLN kwartalnie, które odkładane są na bilansie w pozycji rezerwy.

Sytuacja bilansowa, CAPEX, dywidenda

Suma bilansowa Sygnity na koniec 3Q'19/20 wyniosła blisko 300 mln PLN, na co składały się aktywa trwałe w sumie 202 mln PLN i aktywa obrotowe 97 mln PLN. Gros aktywów trwałych to wartość firmy (157 mln PLN), a obrotowych to należności handlowe (39,5 mln PLN) i gotówka (33,5 mln PLN). Poziom krótkoterminowych należności handlowych i pozostałych oraz aktywów z tytułu umów z klientami (także

krótkoterminowych) jest relatywnie stabilny i utrzymuje się w okolicach 56-64 mln PLN o ostatnich kwartałach. Rotacja w dniach liczona dla tych grup aktywów to odpowiednio 62,4 i 30,5 na koniec 3Q'2019/20.

Krótkoterminowe aktywa: należności handlowe i pozostałe oraz aktywa z tytułu umów z klientami w Sygnity w ostatnich kwartałach (mln PLN)



Źródło: Sygnity, mBank

Sygnity wykazało aktywo z tytułu podatku odroczonego netto w wysokości 9,8 mln PLN. Strata podatkowa pozostała do rozliczenia w przyszłych okresach na koniec czerwca'20 wyniosła 20,4 mln PLN.

Kapitał własny Sygnity wyniósł na koniec kalendarzowego 1Q'19 86,9 mln PLN. W maju'20 pokryto z agio niepokryte straty z lat ubiegłych. Kwota przeksięgowana z lat ubiegłych wyniosła 188 mln PLN. Na koniec czerwca'20 nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej wyniosła 20,9 mln PLN. Na dzień 14 sierpnia spółka posiadała 523,3 tys. akcji własnych.

Zadłużenie finansowe Sygnity na koniec 2Q'2019/20 było objęte w całości umową restrukturyzacyjną i dzieliło się na: kredyty w sumie 25,4 mln PLN (9,7 mln PLN w części krótkoterminowej) oraz obligacje w sumie 10,5 mln PLN (w tym 6,7 mln PLN w części krótkoterminowej). Dodatkowo, Sygnity posiadało zobowiązania do Microsoft w kwocie 45,9 mln PLN.

Zobowiązania wynikające z Umowy Restrukturyzacyjnej

(mln PLN)	Zobowiązania
Kredyty i pożyczki	25,42
Zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji	10,45
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług (Microsoft)	45,94
Razem	81,80

Źródło: Sygnity, mBank; *na dzień 30.06.2020

Sygnity w ciągu 9M'2019/20 zmniejszyło wysokość zobowiązań z tytułu umowy restrukturyzacyjnej o >11 mln PLN. Zadłużenie netto (do wyliczenia długu włączamy zobowiązania do Microsoft) vs. EBITDA ex. MSSF16 szacujemy na 1,1x. Włączając do zadłużenia netto roszczenia i odsetki od nich w związku ze sporem z Fast Enterprises (ok. 38,6 mln PLN na koniec 3Q'2019/20) dług netto/ EBITDA ex. MSSF16 wyniósłby ok. 2,0x.

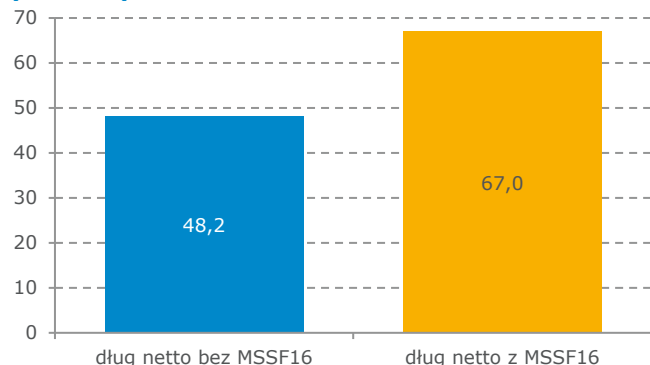
Zobowiązania wynikające z Umowy Restrukturyzacyjnej

(mln PLN)	30.06.2020	30.09.2020
Zobowiązania krótkoterminowe	25,29	50,30
Zobowiązania długoterminowe	56,52	42,54

Źródło: Sygnity, mBank

Sygnity na koniec czerwca'20 wykazało rezerwy na kwotę 32,4 mln PLN. Główna część rezerw była zawiązana na roszczenia związane z toczącymi się sporami z Fast Enterprises. Dodatkowo spółka zaksięgowała część roszczenia ze strony Fast w ramach zobowiązań handlowych. Łączna kwota roszczeń głównych od Fast na koniec czerwca'20 wyniosła 30,1 mln PLN. Dodatkowo spółka wykazała 8,5 mln PLN z tytułu odsetek.

Dług netto w Sygnity na koniec 3Q'2019/20 (mln PLN)



Źródło: Sygnity, mBank

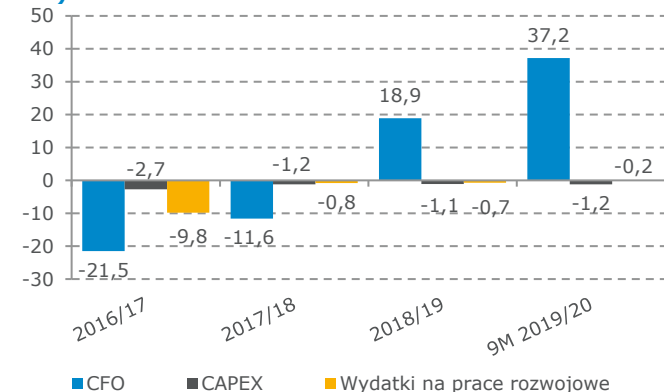
Sygnity wykazało długoterminowe zobowiązania z tyt. dostaw i usług na koniec czerwca'20 w kwocie 40,8 mln PLN (w większości, tj. na kwotę 37,1 mln PLN, były to zobowiązania wobec Microsoft). W części krótkoterminowej zobowiązania z tyt. dostaw i usług wykazano w kwocie 67,8 mln PLN, z czego rozliczenia międzyokresowe kosztów stanowiły 15,1 mln PLN, a zobowiązania handlowe 37,8 mln PLN. Biorąc pod uwagę, że 18,6 mln PLN z tej kwoty stanowiły wspomniane powyżej roszczenia ze strony Fast, 8,9 mln PLN zob. do Microsoft za pozostałą część krótkoterminowych zobowiązań handlowych szacujemy na ok. 10,3 mln PLN.

Zobowiązania warunkowe na koniec czerwca'20 wyniosły 32,6 mln PLN, z czego większość stanowiły gwarancje należytego wykonania umów i usuwania wad i usterek (24,6 mln PLN).

Sygnity znacznie poprawiło generację gotówki od 2018/19 r. Spółka ograniczyła CAPEX oraz wydatki na prace rozwojowe. Relacja CAPEX/ przychody w Sygnity w 9M'2019/20 stanowiła tylko 0,6%.

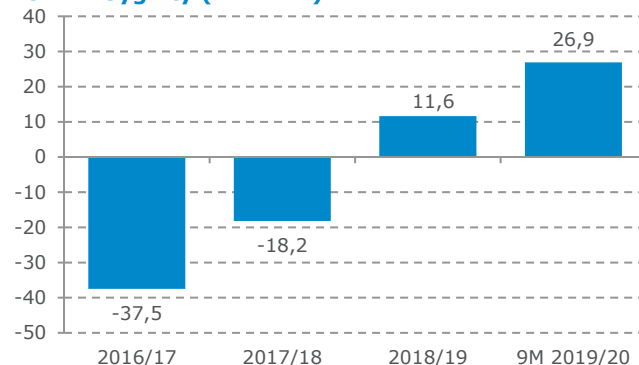
Sygnity nie wypłaca obecnie dywidendy.

Generacja gotówki z działalności operacyjnej oraz CAPEX i wydatki na prace rozwojowe w Sygnity (mln PLN)



Źródło: Sygnity, mBank

FCFE w Sygnity (mln PLN)

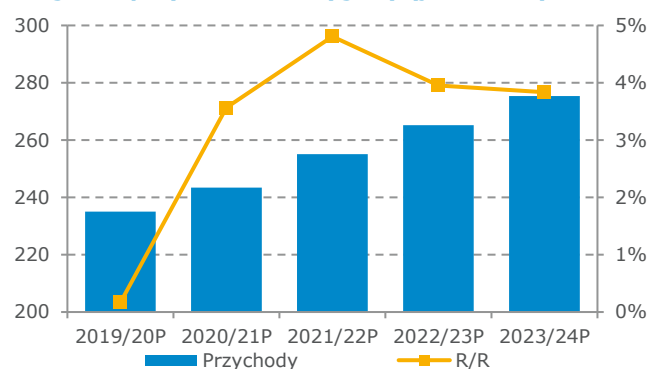


Źródło: Sygnity, mBank

Prognozy finansowe

Zakładamy, że Sygnity wygeneruje 245 mln PLN obrotów ze sprzedaży w 2019/20 r, co oznacza stabilne przychody R/R. Spółka koncentruje się obecnie na zmianie struktury przychodów w kierunku wysokomarżowych, własnych rozwiązań oraz na dywersyfikacji segmentowej. Sygnity zbliża się do końca restrukturyzacji niskomarżowych kontraktów. Zakładamy, że spółka będzie zwiększać obroty w nadchodzących latach, zwłaszcza w obszarze podmiotów użyteczności publicznej. Zakładamy nieznaczną poprawę obrotów zarówno w obszarze finansowym, jak i administracji publicznej.

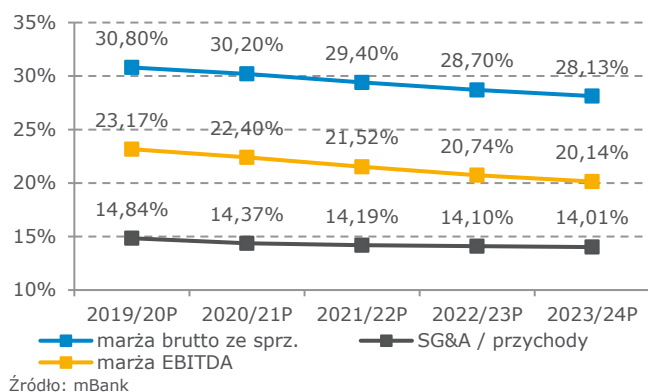
Prognoza przychodów w Sygnity (jednostka)



Źródło: mBank

Sygnity do końca 2019/20 r. będzie zmniejszać zatrudnienie, co będzie mieć pozytywny wpływ na poziom marży brutto ze sprzedaży. W 2019/20 r. marża powinna wynieść 30,8%. W kolejnych latach natomiast konserwatywnie zakładamy spadek rentowności sprzedaży z/w na dość powolny rozwój obrotów. Wg Zarządu Sygnity osiągnię na koniec września'20 docelowy poziom zatrudnienia, a biorąc pod uwagę inflację wynagrodzeń w branży IT, sądzimy że dalszy wzrost rentowności brutto ze sprzedaży jest mało prawdopodobny. Zakładamy natomiast niewielki spadek relacji kosztów SG&A vs. obroty (z 14,8% w 2019/20 r. do 14,0% w 2023/24 r.) Wpływ ta ten spadek będzie mieć dalsza optymalizacja kosztów SG&A, którą Zarząd planuje (w tym działania takie jak zmiana biura).

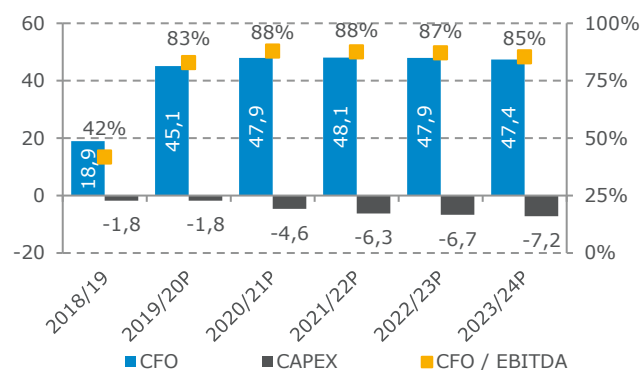
Prognoza rentowności Sygnity (%)



Źródło: mBank

Zakładamy, że wynik EBITDA wyniesie w 2019/20 r. 54,4 mln PLN, a w ujęciu ex. MSSF16 45,6 mln PLN, co oznacza dynamikę 22,1% R/R. Marża wyniku EBITDA powinna wynieść 23,2% w 2019/20 i spadać do 20,1% w 2023/24 r. Zakładamy spadek kosztów finansowych w kolejnych latach. (głównym powodem będzie spadek zadłużenia spółki). Efektywną stopę podatkową w latach 2019-23 przyjmujemy na ok. 17% biorąc od uwagę >20 mln PLN straty z lat ubiegłych do rozliczenia do końca września '23.

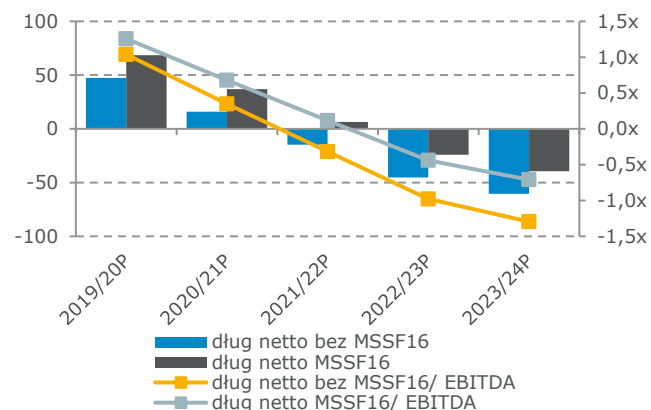
CFO i CAPEX w Sygnity - prognoza (mln PLN)



Źródło: mBank

Sygnyty powinno wykazywać wysoką generację gotówki z działalności w kolejnych latach. Dzięki normalizacji stanu należności i zobowiązań oraz relatywnie stabilnym przychodom negatywne zmiany na kapitale obrotowym powinny być ograniczone. Szacujemy, że spółka będzie generować CFO rzędu 45-48 mln PLN w kolejnych latach (36-39 mln PLN ex. amortyzacja praw własności wynikająca z MSSF16). Do końca 2019/20 r. spółka wstrzymała wydatki inwestycyjne w związku z trwającą restrukturyzacją. Zakładamy wyższy poziom CAPEXu od 2020/21, w związku z deklaracjami Zarządu (oraz normalizacja do średnich rynkowych poziomów CAPEXu).

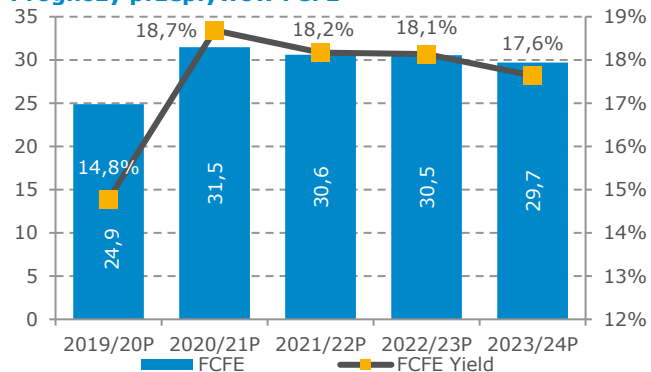
Dług netto w Sygnity - prognoza (mln PLN)



Źródło: mBank

Spodziewamy się, że poziom dług netto ex. MSSF16 zejdzie poniżej zera w trakcie roku obrotowego 2021/22. Uważamy, że nawet obecny poziom zadłużenia pozwala spółce na przeprowadzenie refinansowania (którego skutków na chwilę obecną nie zakładamy w naszym modelu finansowym). Potencjalne korzyści z refinansowania to naszym zdaniem: niższe koszty finansowe, większa elastyczność w zakresie dalszych inwestycji oraz możliwość wypłaty dywidendy. Zarząd deklaruje chęć podziału zysków z akcjonariuszami, jednak przy uwzględnieniu potrzeb rozwojowych spółki. Sądzymy, że Sygnyty ma potencjał do generowania wysokiego DYield, patrząc na wysokie przepływy FCFE, których się spodziewamy. Na chwilę obecną nie zakładamy dywidendy z/w na potrzebę przeprowadzenia refinansowania (warunki umowy restrukturyzacyjnej wykluczają wypłatę dywidend).

Prognozy przepływów FCFE



Źródło: mBank

Rachunek wyników*

(mln PLN)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
Przychody ze sprzedaży	288,3	234,6	235,0	243,4	255,1	265,2	275,4
zmiana	-10,5%	-18,6%	0,2%	3,6%	4,8%	4,0%	3,8%
Koszty sprzedanych produktów, usług, towarów i materiałów	249,4	164,3	162,6	169,9	180,1	189,1	197,9
Zysk brutto na sprzedaży	38,9	70,3	72,4	73,5	75,0	76,1	77,4
Pozostałe przychody operacyjne	2,7	1,6	1,7	0,9	0,4	0,2	0,1
Koszty sprzedaży i marketingu	12,1	7,4	9,5	9,6	10,1	10,5	10,9
Koszty ogólnego zarządu	31,7	26,1	25,3	25,3	26,1	26,9	27,7
Pozostałe koszty operacyjne	5,1	9,0	0,8	0,4	0,2	0,1	0,1
EBIT	-7,3	29,4	38,4	39,0	39,0	38,8	38,9
marża	-2,5%	12,5%	16,3%	16,0%	15,3%	14,6%	14,1%
Amortyzacja	8,1	8,0	16,0	15,5	15,9	16,1	16,5
EBITDA	0,7	37,4	54,4	54,5	54,9	55,0	55,5
marża	0,3%	15,9%	23,2%	22,4%	21,5%	20,7%	20,1%
Dział. Finansowa	-4,3	-10,6	-7,9	-5,2	-4,6	-4,1	-3,9
Udział w wyniku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	-11,7	18,7	30,6	33,7	34,4	34,8	35,0
marża	-4,1%	8,0%	13,0%	13,9%	13,5%	13,1%	12,7%
Podatek	0,4	-0,2	-5,1	-5,6	-5,7	-5,8	-6,7
Zysk netto z działalności zaniechanej	0,0	-2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	-11,3	15,9	25,5	28,2	28,7	29,0	28,4
marża	-3,9%	6,8%	10,8%	11,6%	11,3%	10,9%	10,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	22,76	22,76	22,76	22,76	22,76	22,76	22,76
EPS	-0,49	0,70	1,12	1,24	1,26	1,27	1,25
CEPS	-0,14	1,05	1,82	1,92	1,96	1,98	1,97
ROAE	-34,0%	32,2%	32,4%	26,7%	21,5%	17,8%	14,8%
ROAA	-3,3%	5,0%	8,6%	9,2%	9,0%	8,6%	7,8%

*MSSF16 od 2019/20 r.

Bilans*

(mIn PLN)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
AKTYWA	341,0	294,0	299,3	313,2	327,2	349,5	381,9
Majątek trwały	197,0	212,9	207,4	205,2	204,4	203,8	203,2
Rzeczowe aktywa trwałe i wartości niematerialne	21,2	14,1	8,7	6,5	5,7	5,1	4,5
Wartość firmy	157,9	157,2	157,2	157,2	157,2	157,2	157,2
Prawo do użytkowania	0,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0
Inwestycja we wspólne przedsięwzięcie	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Należności długoterminowe / Aktywa finansowe wyceniane w zamortyzowanym koszcie	3,7	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	12,8	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Pozostałe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Majątek obrotowy	144,0	81,1	91,9	108,0	122,7	145,7	178,7
Zapasy	43,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Należności handlowe oraz pozostałe należności	64,8	34,8	38,4	41,0	44,2	47,3	50,6
Aktywa z tytułu umów z klientami	0,0	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1
Pozostałe	1,1	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Środki pieniężne	34,8	18,5	25,8	39,3	50,8	70,6	100,3
(mIn PLN)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
PASYWA	341,0	294,0	299,3	313,2	327,2	349,5	381,9
Kapitał własny	33,1	65,8	91,2	119,4	148,1	177,1	205,4
Zobowiązania długoterminowe	123,8	90,3	89,6	76,8	68,3	70,5	72,7
Kredyty i pożyczki	26,2	11,6	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Zobowiązania z tytułu obligacji	33,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	0,0	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Pozostałe zobowiązania	53,3	36,8	29,7	14,7	4,0	4,0	4,0
Inne zobowiązania	11,3	29,3	31,5	33,7	35,9	38,1	40,3
Zobowiązania krótkoterminowe	184,1	137,9	118,5	117,1	110,8	101,9	103,8
Kredyty i pożyczki	7,7	18,2	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7
Zobowiązania handlowe i pozostałe zobowiązania	113,1	81,2	76,4	77,9	75,7	66,9	68,7
Zobowiązania z tytułu obligacji	5,8	13,1	7,1	4,1	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	0,0	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Rezerwy	5,1	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Rozliczenia międzyokresowe przychodów / Zobowiązania z tytułu umów z klientami	52,4	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7
Pozostałe	0,1	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Dług (w tym zobowiązania do Microsoft) MSSF16	-	113,9	94,3	76,3	57,2	46,4	46,4
Dług netto MSSF16	-	95,3	68,5	37,0	6,4	-24,1	-53,9
Dług (w tym zobowiązania do Microsoft) ex. MSSF 16	126,0	92,8	73,2	55,2	36,1	25,4	25,4
(Dług netto bez MSSF16 / Kapitał własny)	3,8	1,4	0,8	0,5	0,2	0,1	0,1
(Dług netto / EBITDA)	-	2,5	1,3	0,7	0,1	-0,4	-1,0
BVPS	1,5	2,9	4,0	5,2	6,5	7,8	9,0

*MSSF16 od 2018/19 r.

Przepływy pieniężne*

(mln PLN)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
Przepływy operacyjne	-11,6	18,9	45,1	47,9	48,1	47,9	47,4
Zysk brutto	-11,7	18,7	30,6	33,7	34,4	34,8	35,0
Amortyzacja	8,1	8,0	16,0	15,5	15,9	16,1	16,5
Dział. finansowa	4,6	5,6	9,9	5,2	4,6	4,1	3,9
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	30,5	-25,4	-6,2	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4
Pozostałe	-43,0	12,0	-5,1	-5,6	-5,7	-5,8	-6,7
Przepływy inwestycyjne	-1,7	-1,8	-1,8	-4,6	-6,3	-6,7	-7,2
CAPEX	-1,2	-1,1	-1,8	-4,6	-6,3	-6,7	-7,2
Pozostałe	-0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	8,3	-33,0	-36,1	-29,8	-30,3	-21,4	-10,5
Dług	3,3	-24,1	-10,4	-3,0	-4,1	0,0	0,0
Splata zobowiązań z tytułu leasingu finansowego	0,0	0,0	-8,8	-8,8	-8,8	-8,8	-8,8
Zapłacone odsetki	-4,6	-5,6	-7,7	-3,0	-2,4	-1,9	-1,7
Pozostałe (w tym wydatki z tyt. umowy restrukturyzacyjnej)	9,6	-3,4	-9,3	-15,0	-15,0	-10,7	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-8,3	-16,2	7,3	13,5	11,5	19,8	29,7
Środki pieniężne na koniec okresu	34,8	18,5	25,8	39,3	50,8	70,6	100,3
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFE	-17,9	-8,7	17,6	16,5	15,6	30,5	40,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,4%	0,4%	0,8%	1,9%	2,5%	2,5%	2,6%

*MSSF16 od 2019/20

Wskaźniki rynkowe*

(mln PLN)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
P/E	-	10,3	6,4	5,8	5,7	5,7	5,8
P/CE	-	6,8	3,9	3,7	3,7	3,6	3,6
P/BV	5,0	2,5	1,8	1,4	1,1	0,9	0,8
P/S	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
FCFE Yield	-2,3%	8,4%	20,8%	17,3%	16,4%	18,6%	24,5%
EV/EBITDA	-	6,9	4,3	3,7	3,1	2,5	2,0
EV/EBIT	-	8,8	6,0	5,2	4,4	3,6	2,8
EV/S	1,0	1,1	1,0	0,8	0,7	0,5	0,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	7,20	7,20	7,20	7,20	7,20	7,20	7,20
Liczba akcji na koniec roku (mln)	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
MC (mln PLN)	164	164	164	164	164	164	164
EV (mln PLN)	290	259	232	201	170	140	110

*MSSF16 od 2019/20

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 księgowa
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 księgowa) – 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. Senatorskiej 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 1 września 2020 o godzinie 08:45.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 1 września 2020 o godzinie 08:45.

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 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.

mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Sygnity.

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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 Poniatowski
+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

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
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl