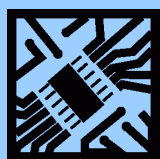


23 listopada 2009

Aktualizacja raportu


Sektor IT
Polska

Cena bieżąca	12,13 PLN
Cena docelowa	13,20 PLN
Kapitalizacja	144 mln PLN
Free float	95 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,12 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Legg Mason	12,43%
Pioneer Pekao IM	8,59%
BB Investment Sp z o.o.	6,73%
Nordea OFE	6,31%

Pozostali	65,94%
-----------	--------

Prezentacja sektora

Rynek informatyczny osiągnął na koniec 2008 roku wartość 27,4 mld PLN. Na bieżący Rok przewidywany jest niewielki 1,2% wzrost wydatków na IT Sektor cały czas czekają wielkie inwestycje ze strony państwa, na które zaprężone zostaną również fundusze unijne i których wartość na same lata 2007-2013 ma przekroczyć 14 mld PLN.

Profil spółki

Sygnity jest jednym z czołowych polskich integratorów IT. Działalność spółki skupia się na świadczeniu usług informatycznych na rzecz klientów z sektora administracji publicznej, opieki zdrowotnej, finansowego, telekomunikacyjnego i przemysłowego.

Kurs akcji SGN na tle WIG

Piotr Grzybowski

(48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
www.dibre.com.pl

Sygnity

COMW.WA; SGN.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Nadal bez poprawy

Trzeci kwartał nie przyniósł przełomu w wynikach Sygnity, a przekroczenie konsensusu rynkowego zawdzięcza głównie rozwiązaniu rezerw, które podniosły wynik operacyjny spółki o 4,7 mln PLN. Wobec osiągniętych rezultatów realizacja celów wyznaczonych przez zarząd (700 mln PLN rocznych przychodów, EBIT powyżej 20 mln PLN w 2H2009) jest naszym zdaniem nierealna. Skłania nas to do obniżenia naszych prognoz tegorocznych wyników oraz prognozowanej wcześniej ścieżki poprawy wyników w spółce. Oczekujemy znacznej poprawy wyników w przyszłym roku, jednak nie sądzimy, by poziom kontraktacji i wprowadzony program oszczędnościowy mógł zapewnić osiągnięcie zysku na poziomie operacyjnym już w przyszłym roku. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj obniżając naszą cenę docelową z 15,5 PLN do 13,2 PLN.

Wyniki 3Q2009

Sygnity zanotowało w trzecim kwartale słabe wyniki finansowe osiągając 4,6 mln PLN straty operacyjnej i 3,7 mln PLN straty netto, mimo że spółka dokonała rozwiązania rezerw na 4,7 mln PLN i zaksięgowała zysk na sprzedaży aktywów na poziomie 1,3 mln PLN. Pozytywną informacją płynącą ze sprawozdania jest fakt ograniczenia zadłużenia netto według stanu na połowę listopada do 37 mln PLN.

Prognozy zarządu nierealne

Uważamy, że biorąc pod uwagę osiągnięte w trzecim kwartale wyniki i obecną kontraktację (521,4 mln PLN na połowę listopada), cele zarządu na bieżący rok w postaci 700 mln PLN obrotu i 20 mln PLN zysku operacyjnego w drugim półroczu są poza zasięgiem spółki. Oczekujemy, że przychody osiągną wartość 608,6 mln PLN, a zysk operacyjny drugiego półrocza 11,4 mln PLN.

Perspektywy 2010 roku

Portfel kontraktów na przyszły rok ma wartość 164 mln PLN w porównaniu do 142 mln PLN jakie Sygnity miało w zeszłym roku na tym samym etapie. W połączeniu z planowanym startem kilku większych projektów informatycznych finansowanych ze środków unijnych oraz stopniową poprawą sytuacji w polskiej gospodarce można mieć nadzieję, że pod względem przychodów przyszły rok powinien być dla spółki lepszy od obecnego. Dodatkowo poprawie wyników powinien pomóc program restrukturyzacyjny, który zdaniem zarządu ma przynieść 40 mln PLN oszczędności. Skala ubytku przychodów w roku bieżącym skłania nas jednak do skorygowania w dół przewidywanej przez nas ścieżki poprawy wyników finansowych w spółce. Przedstawiony przez nas scenariusz uważamy za konserwatywny: nie uwzględniający przede wszystkim szans płynących ze startu dużych przetargów publicznych oraz ostrożnie podchodzący do przewidywanej przez zarząd Sygnity skali oszczędności.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1 201,9	995,7	608,6	674,6	744,8
EBITDA	-16,3	56,6	-55,4	27,9	41,4
marża EBITDA	-1,4%	5,7%	-9,1%	4,1%	5,6%
EBIT	-72,0	11,5	-89,4	-2,7	11,6
Zysk netto	-65,6	-1,5	-79,5	-8,1	3,3
DPS	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E	-	-	-	-	43,9
P/CE	-	3,3	-	6,4	4,4
P/BV	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	-	2,8	-	6,8	4,5

Bez symptomów poprawy

Bieżąca sytuacja finansowa

Wyniki 3Q 2009

Sygnity zaprezentowało w trzecim kwartale przeciętne wyniki finansowe. Przychody spółki spadły o 29,8% do 126,8 mln PLN, przy czym spadki wpływów miały miejsce przede wszystkim w sektorach bankowym (o -41,7% r/r do 38 mln PLN) i przemysłowo-telekomunikacyjnym (o -47,4% do 25,3 mln PLN). Spadki obrotu udało się wyhamować w sektorze publicznym, gdzie w ujęciu r/r ujemna dynamika wyniosła zaledwie -0,3%. Spadły natomiast przychody wypracowywane przez sektor użyteczności publicznej, czyli segment, który w poprzednich kwartałach nadrabiał straty generowane przez pozostałą działalność. W 3Q2009 dynamika przychodów segmentu utilities wyniosła -19,6%, a przychody spadły do 17,8 mln PLN.

Rentowność brutto Sygnity wyniosła 21,7% i była wyższa od ubiegłorocznej, kiedy podstawowa marża osiągnęła wartość 19,6%. Na poziom wyniku brutto został jednak odniesiony wpływ rozwiązania 3,1 mln PLN rezerw, które były utworzone w ubiegłym kwartale pod potencjalne kary umowne (całkowita kwota rozwiązanych rezerw podnosząca wynik 3Q2009 wyniosła 4,7 mln PLN). Po skorygowaniu zysku brutto o ich wpływ marża brutto spada do 19,3%, co jest wynikiem nieznacznie powyżej naszych oczekiwań, które kształtowały się na poziomie 19,0%. Na poziomie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu nie widać jeszcze wyraźnych efektów prowadzonej właśnie w spółce restrukturyzacji kosztowej. Koszty te wzrosły do 36,6 mln PLN w porównaniu do 34,2 mln PLN przed rokiem. Wzrost kosztów nastąpił mimo faktu odwrócenia odpisów na należności na kwotę 1,6 mln PLN (druga część rozwiązywanych rezerw), które pomniejszyły koszty sprzedaży.

Saldo pozostałej działalności operacyjnej zamknęło się kwotą +4,1 mln PLN, z czego 1,3 mln PLN pochodziło z zysku zaksięgowanego na sprzedaży KPG (zgodnie z prognozami). Powyższe tendencje przełożyły się w minionym kwartale na stratę operacyjną w wysokości -4,6 mln PLN, przy -5,1 mln PLN naszej prognozy i -2,7 mln PLN konsensusu rynkowego. Saldo działalności finansowej wyniosło -1,3 mln PLN. Wynik netto spółki w dużym stopniu został poprawiony przez ujemny podatek dochodowy na kwotę 2,2 mln PLN, przez co strata netto wyniosła zaledwie -3,7 mln PLN. Było to osiągnięcie powyżej naszych oczekiwań (-7,4 mln PLN straty) i konsensusu rynkowego (-3,9 mln PLN straty).

Wyniki finansowe Grupy Sygnity w trzecim kwartale 2009 roku

(mln PLN)	3Q2009	3Q2008	zmiana	3Q2009P	różnica	konsensus	różnica	I-IIIQ 2009	I-IIIQ 2008	zmiana
Przychody	126,8	180,6	-29,8%	132,0	-3,9%	139,0	-8,7%	408,4	687,3	-40,6%
EBITDA	4,5	20,7	-78,4%	2,2	105,6%	3,7	20,5%	-79,9	19,3	-
marża	3,5%	11,5%	-	1,6%	-	2,7%	-	-19,6%	2,8%	-
EBIT	-4,6	9,0	-	-5,1	-	-2,7	71,1%	-106,1	-15,5	-
Zysk brutto	-6,0	6,0	-	-7,1	-	-	-	-111,6	-20,1	-
Zysk netto	-3,7	3,7	-	-7,4	-	-3,9	-	-96,6	-23,7	-

Źródło: Sygnity

Perspektywy na przyszłość

Portfel kontraktów wciąż skromny

Na połowę listopada Sygnity posiadało portfel zamówień o wartości 521,4 mln PLN, a zatem około 67,5% ubiegłorocznej wartości na tym etapie. Najstabilniej wygląda sytuacja w segmencie publicznym, gdzie wartość zamówień wynosi na chwilę obecną 154,1 mln PLN (-57,6% r/r). Nieco lepiej wygląda sytuacja w segmencie przemysłowo-telekomunikacyjnym, gdzie bieżący portfel zamówień ma wartość 117,8 mln PLN, czyli 38,7% mniej niż w ubiegłym roku. Również banki i inne instytucje finansowe mocno ograniczyły inwestycje w informatykę wskutek czego backlog Sygnity z tego segmentu spadł w zestawieniu z porównywalnym okresem ubiegłego roku o 32,5%. Jedynym segmentem, który zanotował wzrost kontraktacji był segment użyteczności publicznej, gdzie głównie ze względu na energetykę i gazownictwo wartość bieżących zamówień wzrosła o 22,5% do 95,2 mln PLN. Wartość obecnego portfela zamówień stanowi 74,5% założonych przez zarząd przychodów na ten rok. W ubiegłym roku relacja wartości backlogu na ten moment roku do rzeczywistej realizacji przychodów wynosiła około 86%.

Portfel kontraktów Sygnity na dzień 13 listopada 2009 i 14 listopada 2008

(mln PLN)	14/11/2008	13/11/2009	zmiana
Sektor bankowy	225,4	152,1	-32,5%
Sektor publiczny	363,6	154,1	-57,6%
Sektor przemysłowo-telekomunikacyjny	192,0	117,8	-38,7%
Utilities	77,7	95,2	22,5%
Pozostałe		2,1	-
Ogółem	858,7	521,4	-39,3%

Źródło: Sygnity

Prognozy zarządu zbyt ambitne

Według aktualnych założeń zarządu Sygnity spółka ma osiągnąć w skali całego roku przychody na poziomie 700 mln PLN. W samym drugim półroczu spółka ma wypracować 20 mln PLN zysku operacyjnego pomijając wydarzenia o charakterze jednorazowym. Wyniki trzeciego kwartału potwierdziły nasze obawy dotyczące wykonalności nieoficjalnych prognoz zarządu. Również nasze, bardziej konserwatywne założenia wydają się w świetle osiągniętych w trzecim kwartale wyników mało realne do spełnienia. W zeszłym roku w połowie listopada nadwyżka backlogu Sygnity nad realizacją wyniosła około 50%. Przy założeniu powtórzenia tej zależności przychody 4Q2009 wyniosłyby około 220 mln PLN, co implikowałoby około 630 mln PLN przychodów w całym roku. Naszym zdaniem jednak ten rok może różnić się w tym względzie od poprzednich. Dotychczas bowiem końcówka roku służyła spółkom do wypełnienia całorocznych budżetów informatycznych. Wobec restrykcyjnych oszczędności prowadzonych przez przedsiębiorstwa w tym roku wydaje się nam, że nie będzie presji na wydanie całych budżetów i kontraktacja ostatnich miesięcy nie będzie tak udana jak we wcześniejszych latach. Dlatego też korygujemy naszą prognozę przychodów do 608,6 mln PLN.

W odniesieniu do wyniku operacyjnego strata poniesiona w trzecim kwartale powoduje, że by wypełnić założenia zarządu spółka powinna osiągnąć wynik operacyjny na poziomie 30 mln PLN, bądź 25 mln PLN jeśli zdejmujemy założenie dotyczące nieuwzględniania niepowtarzalnych zdarzeń. Zarząd ostrożniej podchodzi do możliwości realizacji prognozy warunkując ją rozpoczęciem trzech zawieszonych kontraktów, których wpływ na wynik operacyjny kwartału ma sięgać 10 mln PLN. Wydaje nam się, że przy spodziewanych przez nas trudnościach z tegoroczną kontraktacją, pomijając ewentualne dalsze rozwiązania potworzonych w tym roku rezerw, wypełnienie celu postawionego sobie przez zarząd jest niemożliwe. Zakładamy, że program oszczędnościowy przyniesie pierwsze efekty i koszty sprzedaży i ogólnego zarządu spadną w porównaniu do ubiegłego roku o 13 mln PLN, jednak wystarczy to do osiągnięcia 16,0 mln PLN zysku operacyjnego w ostatnim kwartale.

Program oszczędnościowy

W opublikowanym przez zarząd Sygnity programie oszczędnościowym spółka przedstawiła dwuetapowy plan restrukturyzacji. W jego ramach zamrożeniu mają ulec podwyżki i procesy rekrutacyjne. Obniżone zostaną wynagrodzenia zasadnicze pracowników i zarządu, a stan zatrudnienia ma zostać zmniejszony (do połowy października wręczono 100 wypowiedzeń etatowym pracownikom). Część pracowników ma zostać wysłanych na urlopy bezpłatne. Optymalizacja kosztów pracy ma również objąć redukcję liczby firm podwykonawczych, w dużej mierze samozatrudnionych specjalistów. Według stanu na połowę października Sygnity wypowiedziało umowy o współpracy 150 stałym podwykonawcom. Powyższe działania mają zdaniem zarządu jeszcze w tym roku przynieść 15 mln PLN oszczędności. Dodatkowo na przyszły rok dokonana ma zostać konsolidacja funkcjonalna spółek zależnych, która ma doprowadzić do wspólnego centrum back office w Grupie. W skali 2010 roku wszystkie działania restrukturyzacyjne mają przynieść co najmniej 40 mln PLN oszczędności.

W planie nie sprecyzowano ile oszczędności mogą przynieść poszczególne działania oraz jaki zakres może mieć redukcja zatrudnienia. Szacujemy, że liczba pracowników i podwykonawców może spaść łącznie o około 400 etatów, co przyniesie około 25 mln PLN oszczędności.

Perspektywy na 2010 rok

Backlog spółki na przyszły rok wynosi około 164 mln PLN wobec 142 mln PLN kontraktów jakie posiadała ona na tym etapie rok temu. Biorąc pod uwagę lepszą dotychczasową kontraktację i fakt, że sytuacja w branży informatycznej powinna się stopniowo poprawiać w ciągu przyszłego roku, rok 2010 ma duże szanse być lepszym dla Sygnity pod względem realizowanych obrotów. Pomóc mogą dodatkowo przetargi publiczne realizowane ze środków unijnych przewidziane Planem Informatyzacji Państwa. W chwili obecnej Sygnity znajduje się na krótkich listach w dwóch takich przetargach: na telefon alarmowy (OST 112) i elektroniczny



dowód osobisty (pl.ID). Pierwszy ma szacowana wartość około 165 mln PLN, drugi około 40 mln PLN.

Wobec większego od naszych wcześniejszych oczekiwań załamania tegorocznej sprzedaży obniżamy jednak naszą prognozę przyszłorocznych przychodów z 725,5 mln PLN do 674,6 mln PLN obniżając jednocześnie całą ścieżkę dalszych wzrostów sprzedaży. Powyższa korekta zmniejsza prognozowany przez nas wynik operacyjny spółki do -2,7 mln PLN z -2,0 mln PLN.

Wycena

Podsumowanie wyceny Sygnity

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	166,1	50%	
Wycena porównawcza	120,1	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	85,7	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	154,5	50%	
Średnia	143,1		156,7
na 1 akcję Sygnity			13,2

Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Sygnity w okresie od 2009 do 2018 roku.
2. W okresie prognozy oraz po okresie objętym prognozą zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,2% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
3. Po okresie prognozy przyjmujemy wzrost FCF na poziomie 3,0%.
4. Zakładamy pełne wydatkowanie utworzonych rezerw w 2010 roku
5. W wycenie porównawczej korygujemy zysk netto o amortyzację wartości firmy, która dla lat 2009-2011 wynosi odpowiednio 13,0 mln PLN, 12,6 mln PLN i 11,5 mln PLN.

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA oraz P/E dla zagranicznych spółek informatycznych na lata 2009, 2010 i 2011. Dla kolejnych lat przyjmujemy odpowiednio wagi 25%, 45% i 30%.

Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla spółek informatycznych

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
Microsoft Corp		9,9	9,8	9,1	17,5	16,5	14,7
Cap Gemini		6,0	5,7	5,0	16,4	13,8	11,8
SAP AG		12,0	10,4	9,5	19,2	16,3	14,6
Oracle Corp		9,5	9,6	8,9	15,7	14,7	13,4
Accenture Ltd		7,5	7,4	6,9	14,9	14,6	13,0
Indra Sistemas		9,2	8,9	8,2	13,7	13,0	11,9
Tietoerator		8,9	7,4	6,6	15,3	12,7	10,8
Atos Origin SA		5,8	5,3	4,7	16,4	12,0	10,2
LOGICA Plc		8,1	7,6	7,2	11,7	10,6	9,8
IBM		7,9	7,4	6,8	12,9	11,7	10,9
Maksimum		12,0	10,4	9,5	19,2	16,5	14,7
Minimum		5,8	5,3	4,7	11,7	10,6	9,8
Mediana		8,5	7,5	7,0	15,5	13,4	11,9
Sygnity	12,13	-	6,8	4,5	-	-	43,9
premia / dyskonto		-	-8,7%	-36,1%	-	-	269,9%

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	608,6	674,6	744,8	825,7	905,6	982,1	1 044,7	1 094,2	1 139,5	1 182,6	
zmiana	-38,9%	10,9%	10,4%	10,9%	9,7%	8,5%	6,4%	4,7%	4,1%	3,8%	
EBITDA	-55,4	27,9	41,4	43,6	52,3	61,2	64,1	66,4	68,5	70,4	
marża EBITDA	-9,1%	4,1%	5,6%	5,3%	5,8%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	
Amortyzacja	34,0	30,6	29,7	23,0	21,5	19,4	19,6	19,8	20,1	20,1	
EBIT	-89,4	-2,7	11,6	20,6	30,8	41,8	44,5	46,5	48,5	50,3	
marża EBIT	-14,7%	-0,4%	1,6%	2,5%	3,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
Opodatkowanie EBIT	-17,0	-0,5	2,2	3,9	5,8	7,9	8,4	8,8	9,2	9,6	
NOPLAT	-72,4	-2,2	9,4	16,7	24,9	33,9	36,0	37,7	39,3	40,7	
CAPEX	11,0	-20,2	-22,3	-23,0	-23,2	-23,2	-22,9	-22,8	-22,6	-20,1	
Kapitał obrotowy	24,4	-22,6	-6,2	-9,8	-9,6	-9,2	-7,6	-6,0	-7,9	-10,2	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-3,0	-14,4	10,6	6,9	13,6	20,8	25,1	28,7	28,9	30,5	31,5
WACC	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	
współczynnik dyskonta	98,1%	87,4%	77,9%	69,4%	61,9%	55,1%	49,1%	43,8%	39,0%	34,8%	
PV FCF	-2,9	-12,6	8,2	4,8	8,4	11,5	12,3	12,6	11,3	10,6	

WACC	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	0,0%
Koszt długu	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia za ryzyko	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	0,0%
Dług netto / EV	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Koszt kapitału własnego	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
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	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3

Wzrost FCF po okresie prognozy

3,0%

Analiza wrażliwości

Wartość rezydualna (TV)

336,7

Wzrost FCF w nieskończoności

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

117,0

1,0% 2,0% 3,0% 4,0% 5,0%

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

64,1

WACC +1,0pp 11,7 12,3 13,1 14,1 15,3

Wartość firmy (EV)

181,2

WACC +0,5pp 12,5 13,3 14,2 15,3 16,7

Dług netto

12,9

WACC 13,4 14,3 15,3 16,6 18,2

Inne aktywa nieoperacyjne

0,0

WACC -0,5pp 14,4 15,4 16,6 18,1 20,1

Udziałowcy mniejszościowi

2,2

WACC -1,0pp 15,5 16,6 18,0 19,8 22,2

Wartość firmy

166,1

Liczba akcji (mln)

11,9

Wartość firmy na akcję (PLN)
14,0

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

9,5%

Cena docelowa
15,3

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej

-

P/E('09) dla ceny docelowej

-

Udział TV w EV

65%



Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	1 201,9	995,7	608,6	674,6	744,8	825,7	905,6
zmiana	29,6%	-17,2%	-38,9%	10,9%	10,4%	10,9%	9,7%
Sprzedaż usług	667,9	647,3	407,8	465,6	514,0	569,8	625,0
Sprzedaż towarów	534,0	348,3	200,7	209,0	230,8	255,8	280,6
Koszty sprzedanych produktów	1 051,0	809,6	532,9	524,7	571,2	633,1	694,2
Zysk brutto na sprzedaży	150,9	186,0	75,7	150,0	173,6	192,6	211,4
Koszty sprzedaży	74,6	64,8	63,9	49,6	53,6	57,7	61,4
koszty ogólnego zarządu	160,1	126,2	118,7	105,2	110,4	116,2	121,1
Zysk netto na sprzedaży	-83,8	-4,9	-106,9	-4,9	9,6	18,7	28,9
Pozostała działalność operacyjna	11,8	16,5	17,5	2,1	2,1	2,0	1,9
EBIT	-72,0	11,5	-89,4	-2,7	11,6	20,6	30,8
zmiana	439,3%	-116,0%	-875,8%	-96,9%	-525,0%	77,3%	49,1%
marża EBIT	-6,0%	1,2%	-14,7%	-0,4%	1,6%	2,5%	3,4%
Wynik na działalności finansowej	-13,2	-8,9	-8,9	-7,4	-7,8	-4,6	-4,4
Pozostałe	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zysk brutto	-85,1	2,8	-98,1	-10,0	4,1	16,2	26,6
Podatek dochodowy	4,0	-4,1	18,6	1,9	-0,8	-3,1	-5,0
Udziałowcy mniejszościowi	-15,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	-65,6	-1,5	-79,5	-8,1	3,3	13,1	21,5
zmiana	237,8%	-97,7%	5253,9%	-89,8%	-140,7%	300,1%	63,8%
marża	-5,5%	-0,1%	-13,1%	-1,2%	0,4%	1,6%	2,4%
Amortyzacja	55,7	45,1	34,0	30,6	29,7	23,0	21,5
EBITDA	-16,3	56,6	-55,4	27,9	41,4	43,6	52,3
zmiana	-29,6%	-446,9%	-197,9%	-150,3%	48,5%	5,5%	19,9%
marża EBITDA	-1,4%	5,7%	-9,1%	4,1%	5,6%	5,3%	5,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,8	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
EPS	-6,1	-0,1	-6,7	-0,7	0,3	1,1	1,8
CEPS	-0,9	3,7	-3,8	1,9	2,8	3,0	3,6
ROAE	-16,8%	-0,4%	-23,7%	-2,8%	1,1%	4,4%	6,9%
ROAA	-7,1%	-0,2%	-11,9%	-1,5%	0,6%	2,2%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	862,4	773,4	559,5	549,3	568,6	602,4	640,3
Majątek trwały	318,5	289,8	255,2	244,9	237,5	237,6	239,3
Rzeczowe aktywa trwałe	42,2	31,5	23,1	24,0	25,7	27,4	29,0
Wartości niematerialne	91,8	69,8	57,2	58,6	61,1	63,7	66,1
Wartość firmy	158,4	157,4	144,4	131,8	120,3	116,0	113,6
Aktywa finansowe	2,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Długoterminowe pożyczki	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	1,8	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	21,6	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Majątek obrotowy	544,0	483,7	304,2	304,4	331,1	364,8	401,0
Zapasy	71,6	42,7	32,2	32,3	35,3	39,1	42,9
Rozliczenia międzyokresowe	70,4	5,9	3,6	4,0	4,4	4,9	5,3
Należności handlowe	340,8	306,8	200,9	220,8	239,7	265,8	291,5
Udzielone pożyczki	3,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Aktywa finansowe	6,3	38,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3
Środki pieniężne	51,3	88,7	39,0	18,7	23,1	26,5	32,7
(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	862,4	773,4	559,5	549,3	568,6	602,4	640,3
Kapitał własny	346,6	375,4	295,9	287,9	291,2	304,3	321,9
Kapitał akcyjny	14,0	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
Kapitały rezerwowe	432,0	408,1	408,1	408,1	408,1	408,1	408,1
Zyski zatrzymane	-102,6	-51,0	-130,5	-138,6	-135,3	-122,1	-104,6
Kapitały mniejszości	3,1	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Zobowiązania długoterminowe	32,0	30,2	39,3	23,0	24,6	26,5	28,3
Kredyty i pożyczki	0,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Długoterminowe zobowiązania finansowe	3,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Rezerwy	27,8	22,8	31,6	15,4	17,0	18,9	20,7
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,4	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Zobowiązania krótkoterminowe	483,9	367,9	224,2	238,3	252,8	271,6	290,1
Kredyty i pożyczki	108,3	33,1	24,8	24,8	24,8	24,8	24,8
Papiery dłużne	61,6	62,7	31,0	31,0	31,0	31,0	31,0
Zobowiązania handlowe	245,1	197,8	117,1	128,2	139,5	154,7	169,6
Inne zobowiązania	4,6	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2
Rezerwy	16,9	6,0	3,7	4,1	4,5	5,0	5,4
Rozliczenia międzyokresowe	47,3	44,1	23,6	26,2	28,9	32,0	35,1
Dług	170,7	101,5	61,4	61,4	61,4	61,4	61,4
Dług netto	119,3	12,9	22,4	42,7	38,3	35,0	28,7
(Dług netto / Kapitał własny)	34,4%	3,4%	7,6%	14,8%	13,2%	11,5%	8,9%
(Dług netto / EBITDA)	-7,3	0,2	-0,4	1,5	0,9	0,8	0,5
BVPS	32,1	31,6	24,9	24,2	24,5	25,6	27,1



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	-6,9	84,0	-16,1	7,4	34,6	31,0	37,8
Zysk brutto	-85,1	2,8	-98,1	-10,0	4,1	16,2	26,6
Odsetki	-0,6	8,9	8,9	7,4	7,8	4,6	4,4
Amortyzacja	55,7	45,1	34,0	30,6	29,7	23,0	21,5
Kapitał obrotowy	10,5	61,2	24,4	-22,6	-6,2	-9,8	-9,6
Podatek	-1,5	-6,6	18,6	1,9	-0,8	-3,1	-5,0
Pozostałe	14,2	-27,4	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-6,4	28,8	9,3	-18,9	-21,4	-21,9	-21,9
CAPEX	-29,7	23,6	11,0	-20,2	-22,3	-23,0	-23,2
Inwestycje kapitałowe	-4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	27,5	5,2	-1,7	1,3	0,9	1,1	1,3
Przepływy finansowe	4,8	-75,5	-42,9	-8,7	-8,7	-5,7	-9,7
Dług	13,3	-75,7	-31,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	10,3	30,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-10,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,9
Odsetki	-8,7	-14,2	-11,1	-8,7	-8,7	-5,7	-5,7
Inne	0,0	-15,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-8,5	37,3	-49,7	-20,3	4,4	3,3	6,3
Środki pieniężne na koniec okresu	51,3	88,7	39,0	18,7	23,1	26,5	32,7
DPS (PLN)	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5
FCF	-8,1	124,4	-3,0	-14,4	10,6	6,9	13,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,5%	-2,4%	-1,8%	3,0%	3,0%	2,8%	2,6%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	-2,0	-97,2	-1,8	-17,9	43,9	11,0	6,7
P/CE	-13,2	3,3	-3,2	6,4	4,4	4,0	3,3
P/BV	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
P/S	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF/EV	-3,2%	77,6%	-1,8%	-7,6%	5,7%	3,8%	7,7%
EV/EBITDA	-15,5	2,8	-3,1	6,8	4,5	4,2	3,4
EV/EBIT	-3,5	13,9	-1,9	-69,4	16,0	8,8	5,7
EV/S	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
DYield	14,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	4,5%
Cena (PLN)							
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,8	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
MC (mln PLN)	131,2	144,2	144,2	144,2	144,2	144,2	144,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	3,1	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
EV (mln PLN)	253,6	160,3	169,9	190,2	185,7	182,4	176,1



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
micchal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



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

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

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

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

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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.

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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA 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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Sygnity

Rekomendacja	Kupuj	Zawieszona	Trzymaj
data wydania	2009-05-27	2009-08-21	2009-10-02
kurs z dnia rekomendacji	18,30	17,10	14,90
WIG w dniu rekomendacji	29197,11	36628,17	38190,39