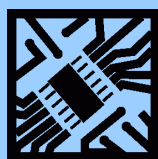


2 października 2009

Aktualizacja raportu


Sektor IT
Polska

Cena bieżąca	14,90 PLN
Cena docelowa	15,50 PLN
Kapitalizacja	177 mln PLN
Free float	116 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	3,07 mln PLN

Struktura akcjonariatu

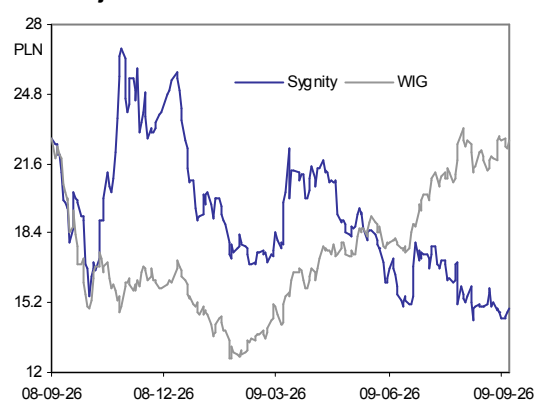
Legg Mason	12,43%
Pioneer Pekao IM	8,59%
BB Investment Sp z o.o.	6,73%
Nordea OFE	6,31%
Pozostali	65,94%

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

(Wznowiona)

Zerwać z przeszłością

Słabe wyniki drugiego kwartału i skala utworzonych rezerw mocno utrudniają sytuację płynnościową Sygnity. Oczekujemy że całość utworzonych rezerw będzie wydatkowanych do końca 2010 roku wpływając na ponowne zwiększenie długu netto w spółce. Poza problemami płynnościowymi Sygnity zmaga się z silną presją na marże spowodowaną podpisywaniem nowych umów przez kontrahentów na mniej korzystnych warunkach, przez co oczekiwane przez zarząd Sygnity 20 mln PLN powtarzalnego zysku operacyjnego w drugim półroczu może być trudne do osiągnięcia. Dzięki podpisanym w ostatnich tygodniach kontraktom oraz uwolnieniu wyniku operacyjnego od nierentownych kontraktów Sygnity powinno w 2010 roku istotnie poprawić osiągnięte wyniki finansowe na co wpływ będzie miał też wdrażany program oszczędnościowy, który według naszych szacunków przyniesie około 15 mln PLN oszczędności. Spodziewamy się jednak, że otoczenie rynkowe pozostanie niesprzyjające również w przyszłym roku, przez co odbudowa poziomów sprzedaży sprzed kryzysu będzie bardzo powolna, a presja na marże pozostanie silna. W rezultacie odcięcie się od nierentownych kontraktów nie znajdzie pełnego odzwierciedlenia w rentowności Sygnity i spółka zanotuje w przyszłym roku niewielką stratę operacyjną. Uwzględniając te czynniki wydajemy rekomendację trzymaj dla akcji Sygnity z nową ceną docelową na poziomie 15,5 PLN.

Utworzone rezerwy - czy to rzeczywiście koniec?

Z 38,3 mln PLN rezerw związanych ze starymi nierentownymi kontraktami około 13 mln PLN to rezerwy na potencjalne kary umowne, a 25 mln PLN to rezerwy na koszty związane z dokończeniem projektów. W przypadku tych pierwszym można z dużym prawdopodobieństwem założyć, że nie zostaną w pełni wykorzystane. Te drugie jednak mogą w przyszłości stać się źródłem kolejnych negatywnych niespodzianek, gdyż kontrahenci, w większości podmioty publiczne, mają w negocjacjach silną kartę przetargową w postaci drogi sądowej. Niekorzystny wyrok sporu sądowego oznacza dla Sygnity wykluczenie z przetargów publicznych, co byłoby poważnym ciosem dla spółki, która w zeszłym roku czerpała z sektora publicznego 42% swoich przychodów.

Perspektywy 2010 roku

Trudna sytuacja dla rynku informatycznego znajdzie według nas kontynuację w przyszłym roku. Prowadzona kontraktacja wskazuje, że mimo wszystko uda się poprawić wyniki sprzedaży, a zawiązane rezerwy uwolnią wynik od wpływu nierentownych kontraktów. Silna presja na marże ze strony klientów oraz wciąż istotny ubytek przychodów w porównaniu do 2008 roku spowodują jednak, że Sygnity stać będzie jedynie na zredukowanie przyszłorocznej straty operacyjnej do 2 mln PLN.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1201,9	995,7	676,4	725,5	801,1
EBITDA	-16,3	56,6	-50,6	28,6	45,0
marża EBITDA	-1,4%	5,7%	-7,5%	3,9%	5,6%
EBIT	-72,0	11,5	-84,6	-2,0	15,2
Zysk netto	-65,6	-1,5	-77,1	-9,1	6,0
DPS	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E	-	-	-	-	29,6
P/CE	-16,2	4,1	-4,1	8,2	5,0
P/BV	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	-17,4	3,4	-3,8	8,0	5,0

Zerwać z przeszłością

Bieżąca sytuacja finansowa

Wyniki 2Q2009

Sygnity opublikowało bardzo słabe wyniki za drugi kwartał 2009 roku obarczone przede wszystkim ogromnymi rezerwami w kwocie 66,3 mln PLN. Około 28 mln PLN z tej kwoty stanowią odpisy zagrożonych należności, nakładów inwestycyjnych poniesionych na projekty wstrzymane przez klientów oraz związane z tym urealnienie wartości zapasów magazynowych. Natomiast 38,3 mln PLN to rezerwy utworzone w poczet kosztów ukończenia nierentownych projektów oraz potencjalnych kar umownych związanych z niedokończeniem części projektów.

Przychody spółki wyniosły 141,1 mln PLN, czyli o ponad 52% mniej niż przed rokiem. Duży spadek przychodów jest związany z zastoje na rynku informatycznym obserwowanym zwłaszcza w sektorze bankowym i publicznym. Dodatkowo wartość przychodów została obniżona ze względu na skorygowanie osiągnięć poprzednich kwartałów o te kontrakty, które w pierwszym kwartale zaksięgowano jeszcze z dodatnią marżą a w drugim okazały się nierentowne. Kwota korekty to około 10 mln PLN. Większość rezerw została zaksięgowana w kosztach sprzedanych usług, produktów towarów (51,8 mln PLN) i z tego względu spółka zaraportowała ujemną marżę brutto i stratę brutto ze sprzedaży na poziomie -31,8 mln PLN. Wyższe od ubiegłorocznych były też koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, które wzrosły z 57,8 mln PLN do 62,5 mln PLN. Za wzrost odpowiedzialne są w dużej mierze rezerwy na zagrożone należności, które zgodnie z polityką rachunkowości spółki obciążą koszty sprzedaży kwotą 11,4 mln PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej zamknęło się kwotą +8,8 mln PLN na wpłynęły przede wszystkim zyski rozpoznane na sprzedaży spółki zależnej Web Inn oraz nieruchomości inwestycyjnej w kwocie 11,5 mln PLN. Wynik operacyjny drugiego kwartału wyniósł -85,4 mln PLN. Saldo działalności finansowej wyniosło -2,2 mln PLN wobec 1,3 mln PLN przed rokiem. Wzrost kosztów finansowania wynika z rolowania zadłużenia po mniej korzystnych warunkach. Dług netto zmalał w tym czasie z 76,4 mln PLN do 60,7 mln PLN. W efekcie powyższych wydarzeń strata netto Sygnity za drugi kwartał wyniosła 75,6 mln PLN wobec 1,1 mln PLN straty odnotowanej przed rokiem.

Wyniki finansowe Grupy Sygnity w pierwszym kwartale 2009 roku

(w mln PLN)	2Q2009	2Q2008	zmiana	2009	2008	zmiana
Przychody	141,1	295,4	-33,6%	676,4	995,7	-32,1%
EBITDA	-78,1	11,4	-	-50,6	56,6	-
marża	-55,3%	3,9%	-	-7,5%	5,7%	-
EBIT	-85,4	0,3	-	-84,6	11,5	-
Zysk brutto	-87,6	-1,0	-	-95,2	2,8	-
Zysk netto	-75,6	-1,1	-	-77,1	-1,5	-

Źródło: Sygnity

Pozycja płynnościowa spółki

Wpływy ze sprzedaży aktywów

Dług netto spółki na koniec półrocza 2009 roku wyniósł 60,7 mln PLN, przy 39,3 mln PLN gotówki. Opublikowane dane nie uwzględniają jeszcze spłaty części zadłużenia obligacyjnego pod koniec lipca, która obniża stan gotówki w spółce do około 7,8 mln PLN przy niezmienionym stanie zadłużenia netto. Po dacie bilansowej na konto spółki ma wpłynąć 5,9 mln PLN z tytułu sprzedaży spółki zależnej KPG (3,5 mln PLN zostało przelanych w momencie transakcji, przy czym reszta zostanie spłacona do połowy 2010 roku), a także pozostałe raty ze sprzedaży nieruchomości i Web Innu. Łącznie z tytułu przeprowadzonej dotąd sprzedaży aktywów do połowy przyszłego roku wpłynie do spółki jeszcze około 11 mln PLN. Skorygowane środki pieniężne Sygnity wynoszą zatem około 19 mln PLN.

Kapitał obrotowy

Trzeci kwartał jest z reguły najbardziej wymagającym dla Sygnity pod względem zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Jest to związane z faktem, że w okresie tym trwają już przygotowania pod kluczowy dla całej branży czwarty kwartał i czynione są inwestycje pod planowane projekty. Z kolei czwarty kwartał przynosi zazwyczaj uwolnienie środków pieniężnych z kapitału obrotowego dzięki spieniężeniu części należności, a także aktywowanych w formie rozliczeń międzyokresowych nakładów na projekty. Spodziewamy się, że drugie półrocze powinno przynieść pewną redukcję kapitału obrotowego jednak skala tej

redukcji może zostać zniwelowana przez wydatkowanie rezerw. Zakładamy, że do końca roku spółka uzyskać z kapitału obrotowego około 5-7 mln PLN gotówki.

Zadłużenie spółki

Na łączną kwotę około 68,5 mln PLN długu Sygnity (skorygowanego o spłaconą w lipcu część obligacji) składa się 24,8 mln PLN kredytu, 38,8 mln PLN obligacji oraz około 5,0 mln PLN zobowiązań z tytułu leasingu finansowego. Poza niewielką częścią zobowiązań leasingowych całość zadłużenia ma charakter krótkoterminowy, z czego aż 52,5 mln PLN zapada w ciągu najbliższych sześciu miesięcy. Dodatkowo poza bieżącym długiem spółka będzie musiała znaleźć finansowanie na opłacenie potencjalnych kar i dodatkowych wydatków wynikających z zakończenia starych nierentownych kontraktów, na które została utworzona rezerwa w kwocie 38,3 mln PLN. Należy się spodziewać, że wydatkowanie tych rezerw nastąpi w perspektywie najbliższych 12 miesięcy, co oznaczać będzie powiększenie długu o ich kwotę w najbliższej przyszłości.

Zadłużenie netto Sygnity w poszczególnych kwartałach

(mln PLN)	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009
Gotówka	51,3	61,2	53,5	40,1	88,7	36,0	39,3
Kredyty długoterminowe	0,7	1,0	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0
Kredyty krótkoterminowe	108,3	84,2	67,7	55,9	33,1	24,6	24,8
Obligacje	60,6	56,7	57,8	62,9	62,7	64,3	70,3
Leasing	4,6	3,8	4,3	5,4	5,6	4,9	5,0
Dług netto	123,0	84,5	76,4	85,5	12,8	57,9	60,7

Źródło: Sygnity

Harmonogram zapadalności zadłużenia Sygnity

Data	kwota (w mln PLN)
8 październik 2009	3,73
22 październik 2009	2,66
22 październik 2009	0,20
18 listopad 2009	2,14
11 styczeń 2010	8,00
20 luty 2010	3,34
26 marzec 2010	1,50
31 marzec 2010	24,80
1 kwiecień 2010	7,00
17 czerwiec 2010	3,97
9 lipiec 2010	7,00

Źródło: Sygnity

Utworzone rezerwy – czy to rzeczywiście koniec?

38,3 mln PLN rezerw związanych ze starymi nierentownymi kontraktami to w 13 mln PLN rezerwy na potencjalne kary umowne, a w 25 mln PLN rezerwy na koszty związane z dokończeniem projektów. W przypadku kar umownych rezerwy zostały utworzone bezpiecznie na 100% potencjalnych kar nawet w przypadku konsorcjów i w naszym odczuciu rzeczywiste obciążenie z tego tytułu powinno być zdecydowanie mniejsze. Potwierdzają to wstępne negocjacje z kontrahentami, gdzie udało się już uzyskać pewne ustępstwa od pierwotnego wymiaru obciążeń. Takiej pewności nie ma jednak w przypadku rezerw pod dokończenie projektów. Pozycja negocjacyjna Sygnity jest w ich przypadku bardzo trudna, bo skierowanie przez kontrahenta sprawy do sądu przy niekorzystnym wyroku sądu skazuje spółkę na 3 lata wykluczenia z przetargów publicznych, co byłoby dla Sygnity poważnym ciosem. Wobec tego faktu i historycznych problemów z zamknięciem powyższych projektów w ramach wcześniej utworzonych rezerw nie możemy podzielić pewności spółki dotyczącej konserwatywnego poziomu obrezerwowania kontraktów.

Emisja akcji

Zwołane na 20 października NWZA ma zdecydować o upoważnieniu zarządu do przeprowadzenia emisji do 1,188 mln akcji spółki, co stanowi 10% obecnego kapitału zakładowego Sygnity. Emisja ma pomóc spółce sfinansować zapotrzebowanie na kapitał obrotowy konieczny do startu w dużych przetargach w Polsce jak i zagranicą, a także zmniejszyć ryzyko płynące z konieczności rolowaniu dużej części długu w najbliższych

miesiącach. Pozyskane pieniądze mogą też posłużyć na spłatę kar umownych wynikających z zamykanych kontraktów. Emisja odbędzie się z wyłączeniem bądź ograniczeniem praw poboru. Podejrzewamy, że emisja odbędzie z pewnym dyskontem do bieżącej ceny rynkowej.

Portfel kontraktów wciąż skromny

Na koniec sierpnia Sygnity posiadało portfel zamówień o wartości 487,4 mln PLN a zatem około 61,4% ubiegłorocznej wartości na tym etapie. Szczególnie trudna wydaje się sytuacja w segmencie publicznym, gdzie wartość zamówień spadła z 358,2 mln PLN do 147,7 mln PLN. Blisko 59% spadek kontraktacji jest odzwierciedleniem trudnej sytuacji budżetowej i zmniejszenia liczby projektów finansowanych ze środków własnych kraju. Spadek zamówień od administracji jest też pokłosiem panującej tendencji ograniczania zwłaszcza wydatków sprzętowych, co powoduje spadek zamówień szczególnie z takich resortów jak edukacja czy MSWiA. Drugim mocno poszkodowanym spowolnieniem segmentem jest sektor bankowo-finansowy. Banki mocno ograniczyły inwestycje w informatykę wskutek czego backlog Sygnity z tego segmentu spadł w zestawieniu z porównywalnym okresem ubiegłego roku o ponad 35%. W nieco mniejszym stopniu spadł portfel kontraktów segmentu przemysłowo-telekomunikacyjnego (-27,8%). Jedyne segmentem, który zanotował wzrost kontraktacji był segment użyteczności publicznej, gdzie głównie ze względu na energetykę i gazownictwo wartość bieżących zamówień wzrosła o 30,4%.

Portfel kontraktów Sygnity na dzień 30 sierpnia 2009 i 14 sierpnia 2008

	14.08.2008	30.08.2009	zmiana
Sektor bankowy	203,4	132,2	-35,0%
Sektor publiczny	358,3	147,7	-58,8%
Telco-Industry	159,6	115,3	-27,8%
Utilities	68,0	88,6	30,4%
Pozostałe	4,6	3,7	-20,2%
Ogółem	793,9	487,4	-38,6%

Źródło: Sygnity

Perspektywy na przyszłość

Start dużych przetargów publicznych

Sygnity zakwalifikowało się na krótkie listy w pierwszych dwóch dużych przetargach związanych z informatyzacją państwa i rozpisywanych przez MSWiA: na budowę systemu dla telefonu alarmowego 112 oraz elektronicznego dowodu osobistego. Pierwszy z projektów ma szacowaną wartość około 165 mln PLN i jako jedyny z dużych projektów informatyzacyjnych nie będzie dzielony na moduły przez co całość prac trafi do jednego wykonawcy. Na krótkiej liście podmiotów zakwalifikowanych do ostatecznych rozmów z MSWiA poza Sygnity znalazły się ATM i Comp Safe Support, a ostateczny wybór oferenta ma nastąpić w czwartym kwartale. Najbardziej prawdopodobny wydaje nam się wybór oferty ATM posiadającego duże doświadczenie i referencje w branży telekomunikacyjnej, któremu dajemy 50% szans na zdobycie kontraktu. Duże szanse ma jednak naszym zdaniem również Sygnity które tylko nieznacznie ustępuje pola ATM pod względem kompetencji w zakresie prac objętych projektem. Naszym zdaniem Sygnity ma około 40% szans na zwycięstwo w konkursie i realizację zlecenia.

Drugi wspomniany projekt, czyli pl.ID (elektroniczny dowód osobisty) ma szacowaną wartość około 380 mln PLN, jednak będzie podzielony na kilka mniejszych modułów i pierwszy z nich, na który przetarg ma zostać rozstrzygnięty w ciągu najbliższych trzech miesięcy ma wartość około 40 mln PLN. Na krótkiej liście MSWiA znalazły się Sygnity, Asseco Poland oraz Hewlett-Packard. Szans Sygnity w tym przetargu upatrujemy w związku z wykonywaniem w przeszłości części prac związanych z wprowadzaniem PESEL w województwach, co w związku z charakterem projektu pl.ID może mieć według nas kluczowe znaczenie w zakresie oceny kompetencji oferentów. Podobnie jest jednak w przypadku Asseco Poland, które wykonuje dla MSWiA projekt CEPiK i może starać się pokazać w ofercie synergie płynące z połączenia tych dwóch projektów. Szanse obydwu spółek oceniamy na około 40%. Najmniejsze szanse naszym zdaniem ma w tym przetargu HP.

Prognozy zarządu na 2009 rok

Według aktualnych założeń zarządu Sygnity 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. Naszym zdaniem wobec bardzo słabej dotychczasowej kontraktacji spełnienie prognozy na poziomie przychodów wydaje się wątpliwe. W zeszłym roku w połowie sierpnia backlog Sygnity miał wartość blisko 80% ostatecznie uzyskanych przychodów, podczas gdy w tym roku portfel zamówień pokrywa

prognozę zarządu w niespełna 70%. Spółka podpisała co prawda w ostatnim czasie szereg umów zwiększających portfel zamówień o 100 mln PLN jednak lwią część pozyskanych kontraktów przypada na lata późniejsze. Jedynym kontraktem istotnie wpływającym na tegoroczny backlog jest umowa z NBP przedłużająca dotychczasową współpracę z NBP, która powiększa portfel kontraktów 2009 roku o około 4,5 mln PLN. Z tego względu zakładamy ostrożniej w stosunku do oczekiwań zarządu, że tegoroczne przychody sięgną 676,4 mln PLN. Jesteśmy również bardziej konserwatywni w kwestii drugiego założenia zarządu spółki mówiącego o 20 mln zysku operacyjnego w drugim półroczu z pominięciem zdarzeń jednorazowych. Implikuje to na naszych prognozach około 5,1% marży operacyjnej w 2H2009 przy 6,2% w 2H2008 (z pominięciem zysku na sprzedaży zorganizowanej części przedsiębiorstwa przeprowadzonej w 3Q2008). Osiągnięcie takiego wyniku może być trudne ze względu na znaczną presję na marżę z jaką spotyka się spółka. Objawia się ona renegocjacją umów, głównie w sektorze bankowym, dotyczącą bądź rozszerzenia zakresu usług przewidzianych kontraktem bądź też obniżenia wartości kontraktu. Negatywnie na wykonalność przyjętego celu wpływa też ubytek obrotu, co przy wysokich kosztach stałych działalności pochodzących przede wszystkim z kosztów osobowych będzie powodowało spadek rentowności. Planowany przez Sygnity program oszczędnościowy jest przygotowywany pod redukcję kosztów 2010 roku i w tym roku nie będzie na tyle zaawansowany by przynieść spółce realną ulgę. Czynnikiem pozytywnie wpływającym na wyniki będzie natomiast brak obciążeń ze strony nierentownych kontraktów, które według naszych szacunków obniżyły wyniki 2H 2008 o około 8 mln PLN.

Program oszczędnościowy

Wraz z publikacją wyników drugiego kwartału zarząd Sygnity ogłosiło wprowadzenie programu oszczędnościowego. W jego ramach ma zostać zwolnionych do 200 pracowników w spółce dominującej i kilkudziesięciu w spółkach zależnych. Program zwolnień grupowych może być przy tym uruchomiony tylko w Sygnity SA, choć zarząd nie przewiduje by to było konieczne. Drugim źródłem oszczędności ma być ograniczenie liczby poddostawców. Poza zwolnieniami koszty osobowe mają zostać zredukowane dzięki wprowadzeniu dla części pracowników niepełnego wymiaru godzin, bezpłatnych urlopów a także poprzez zamrożenie systemu premiowego. Sygnity nie stworzyło dotąd ostatecznej wersji planu. Zakładamy, że w ramach całego programu zatrudnienie zmniejszy się o 120 osób (w sierpniu wręczono 58 wypowiedzeń), co pozwoli spółce zaoszczędzić w przyszłym roku około 8 mln PLN. Ograniczenie premii, liczby podwykonawców oraz pozostałe czasowe ograniczenia kosztów pracy powinny dać około 7 mln PLN oszczędności.

Perspektywy na 2010 rok

Oczekujemy, że 2010 rok nie przyniesie znaczącej poprawy dla rynku informatycznego. Trudna sytuacja budżetowa doprowadzi do dalszego ograniczenia wydatków na infrastrukturę ze strony administracji oraz pozostałych resortów (zwłaszcza MEN). Projekty informatyczne administracji zostaną najprawdopodobniej ograniczone do tych, które w znacznym stopniu finansowane są ze środków unijnych. Zabraknie też pozytywnego impulsu jakim dla 2009 roku był spory portfel kontraktów zdobytych przez spółki informatyczne jeszcze w pod koniec 2008 roku, gdy koniunktura rynku informatycznego była zdecydowanie lepsza. Szans dla rynku upatrujemy w dynamiczniejszym wdrażaniu Planu Informatyzacji Państwa i rozpisaniu oraz rozpoczęciu większości przewidzianych nim przetargów.

W takim otoczeniu nie sądzimy, by Sygnity już w przyszłym roku mogło wyraźnie powiększyć przychody sprzedaż, gdyż popyt na infrastrukturę, która najmocniej ucierpiała w spółce w przyszłym roku pozostanie słaby. Mimo to, kontraktacja na przyszły rok wygląda w Sygnity minimalnie lepiej niż zeszłoroczna kontraktacja na 2009 rok. Portfel zamówień na 2010 rok wynosi uwzględniając podpisane w ostatnim miesiącu umowy około 130 mln PLN wobec 100 mln PLN backlogu na 2009 rok w połowie sierpnia 2008 roku. Spółka ma ponadto spore szanse by zdobyć któryś z rozstrzyganych przetargów publicznych związanych z informatyzacją państwa. Dlatego też sądzimy, że mimo niesprzyjającego otoczenia rynkowego Sygnity będzie w stanie nieznacznie powiększyć przyszłoroczna sprzedaż do 725,5 mln PLN.

W odniesieniu do rentowności spodziewamy się, że utrzyma się silna presja kontrahentów na zmianę warunków przewidzianych umowami. Efekt ten powinien zostać zrekompensowany brakiem obciążeń nierentownymi kontraktami, co przełoży się na wzrost marży brutto do 22%. Ponadto program oszczędnościowy powinien przynieść obniżenie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu o około 13 mln PLN w ujęciu r/r. W rezultacie spółka zakończy rok niewielką stratą operacyjną w wysokości 2,0 mln PLN.

Wycena

Podsumowanie wyceny Sygnity

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	249,7	50%	
Wycena porównawcza	90,7	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	24,1	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	157,3	50%	
Średnia	170,2		184,5
na 1 akcję Sygnity			15,5

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

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		8,3	8,7	8,1	14,6	14,8	13,1
Cap Gemini		6,2	5,8	5,1	15,9	13,8	11,9
SAP AG		12,3	10,9	9,9	19,5	16,8	15,0
Oracle Corp		9,7	9,5	8,5	15,6	14,5	13,2
Accenture Ltd		6,5	6,4	5,9	12,8	12,4	11,1
Indra Sistemas		9,4	9,0	8,3	14,0	13,3	12,2
Tietoenator		8,0	6,8	5,9	14,1	11,8	9,6
Atos Origin SA		6,1	5,6	4,9	16,6	12,9	10,8
LOGICA Plc		7,6	7,3	7,0	11,1	10,4	9,7
IBM		7,7	7,3	6,8	12,1	11,1	10,6
Maksimum		12,3	10,9	9,9	19,5	16,8	15,0
Minimum		6,1	5,6	4,9	11,1	10,4	9,6
Mediana		7,9	7,3	6,9	14,4	13,1	11,5
Sygnity	14,9	-3,8	8,0	5,0	-2,3	-19,5	29,6
premia / dyskonto		-149,0%	9,8%	-27,8%	-116,0%	-248,5%	157,7%



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	676,4	725,5	801,1	888,5	974,6	1 050,3	1 116,1	1 169,7	1 218,6	1 265,2	
zmiana	-32,1%	7,3%	10,4%	10,9%	9,7%	7,8%	6,3%	4,8%	4,2%	3,8%	
EBITDA	-50,6	28,6	45,0	55,8	61,8	65,5	68,6	71,2	73,6	75,7	
marża EBITDA	-7,5%	3,9%	5,6%	6,3%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	
Amortyzacja	34,0	30,6	29,7	22,8	21,2	19,0	19,3	19,6	19,8	19,8	
EBIT	-84,6	-2,0	15,2	33,0	40,7	46,5	49,3	51,6	53,8	55,8	
marża EBIT	-12,5%	-0,3%	1,9%	3,7%	4,2%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	
Opodatkowanie EBIT	-16,1	-0,4	2,9	6,3	7,7	8,8	9,4	9,8	10,2	10,6	
NOPLAT	-68,5	-1,7	12,4	26,8	32,9	37,6	39,9	41,8	43,6	45,2	
CAPEX	11,0	-21,8	-24,0	-25,3	-26,4	-27,0	-27,3	-27,2	-26,9	-19,8	
Kapitał obrotowy	30,0	-34,5	-6,7	-11,8	-10,6	-9,2	-8,0	-6,6	-6,0	-7,5	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	6,4	-27,3	11,3	12,5	17,1	20,4	23,9	27,7	30,5	37,8	38,9
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
współczynnik dyskonta	97,5%	87,9%	79,3%	71,6%	64,6%	58,3%	52,6%	47,4%	42,8%	38,6%	
PV FCF	6,3	-24,0	9,0	8,9	11,1	11,9	12,6	13,1	13,1	14,6	

WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	0,0%
Koszt długu	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
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	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%	0,0%
Dług netto / EV	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy

3,0%

Analiza wrażliwości

Wartość rezydualna (TV)

490,4

Wzrost FCF w nieskończoności

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

189,3

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

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

76,5

WACC +1,0pp 16,6 17,8 19,2 21,0 23,3

Wartość firmy (EV)

265,8

WACC +0,5pp 17,9 19,2 20,9 23,0 25,7

Dług netto

12,9

WACC 19,3 20,8 **22,8** 25,3 28,6

Inne aktywa nieoperacyjne

0,0

WACC -0,5pp 20,9 22,7 24,9 27,9 32,0

Udziałowcy mniejszościowi

3,3

WACC -1,0pp 22,6 24,7 27,5 31,1 36,2

Wartość firmy

249,7

Liczba akcji (mln.)

11,9

Wartość firmy na akcję (PLN)

21,0

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

8,4%

Cena docelowa

22,8

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej

-5,3

P/E('09) dla ceny docelowej

-3,5

Udział TV w EV

71%

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	1 201,9	995,7	676,4	725,5	801,1	888,5	974,6
<i>zmiana</i>	29,6%	-17,2%	-32,1%	7,3%	10,4%	10,9%	9,7%
Sprzedaż usług	667,9	647,3	453,3	500,7	552,9	613,2	672,6
Sprzedaż towarów	534,0	348,3	223,1	224,8	248,2	275,3	302,0
Koszty sprzedanych produktów	1 051,0	809,6	583,4	564,2	614,4	674,6	739,3
Zysk brutto na sprzedaży	150,9	186,0	93,0	161,3	186,7	213,9	235,3
Koszty sprzedaży	74,6	64,8	70,3	58,9	61,7	65,0	69,9
koszty ogólnego zarządu	160,1	126,2	119,7	106,6	111,8	117,8	126,6
Zysk netto na sprzedaży	-83,8	-4,9	-97,1	-4,2	13,2	31,1	38,8
Pozostała działalność operacyjna	11,8	16,5	12,5	2,1	2,1	2,0	1,9
EBIT	-72,0	11,5	-84,6	-2,0	15,2	33,0	40,7
<i>zmiana</i>	439,3%	-116,0%	-834,5%	-97,6%	-847,7%	116,7%	23,0%
<i>marża EBIT</i>	-6,0%	1,2%	-12,5%	-0,3%	1,9%	3,7%	4,2%
Wynik na działalności finansowej	-13,2	-8,9	-10,8	-9,4	-8,1	-4,7	-4,4
Pozostałe	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zysk brutto	-85,1	2,8	-95,2	-11,2	7,4	28,5	36,5
Podatek dochodowy	4,0	-4,1	18,1	2,1	-1,4	-5,4	-6,9
Udziałowcy mniejszościowi	-15,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	-65,6	-1,5	-77,1	-9,1	6,0	23,1	29,5
<i>zmiana</i>	237,8%	-97,7%	5095,5%	-88,2%	-165,7%	285,8%	27,9%
<i>marża</i>	-5,5%	-0,1%	-11,4%	-1,3%	0,7%	2,6%	3,0%
Amortyzacja	55,7	45,1	34,0	30,6	29,7	22,8	21,2
EBITDA	-16,3	56,6	-50,6	28,6	45,0	55,8	61,8
<i>zmiana</i>	-29,6%	-446,9%	-189,5%	-156,4%	57,5%	24,1%	10,7%
<i>marża EBITDA</i>	-1,4%	5,7%	-7,5%	3,9%	5,6%	6,3%	6,3%
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	-6,5	-0,8	0,5	1,9	2,5
CEPS	-0,9	3,7	-3,6	1,8	3,0	3,9	4,3
ROAE	-16,8%	-0,4%	-22,9%	-3,1%	2,0%	7,5%	9,0%
ROAA	-7,1%	-0,2%	-11,3%	-1,6%	1,0%	3,8%	4,5%



Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	862,4	773,4	593,2	563,7	587,0	630,7	675,0
Majątek trwały	318,5	289,8	255,3	246,4	240,7	243,3	248,5
Rzeczowe aktywa trwałe	42,2	31,5	27,3	28,1	29,2	30,6	32,1
Wartości niematerialne	91,8	69,8	53,0	56,1	60,7	66,2	72,3
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	337,9	317,3	346,3	387,5	426,4
Zapasy	71,6	42,7	35,1	34,7	38,0	41,7	45,7
Rozliczenia międzyokresowe	70,4	5,9	4,0	4,3	4,7	5,2	5,7
Należności handlowe	340,8	306,8	223,3	237,5	257,9	286,0	313,7
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	46,9	12,2	17,2	25,9	32,7
(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	862,4	773,4	593,2	563,7	587,0	630,7	675,0
Kapitał własny	346,6	375,4	298,3	289,2	295,2	318,3	340,9
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	-128,1	-137,2	-131,3	-108,2	-85,6
Kapitały mniejszości	3,1	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Zobowiązania długoterminowe	32,0	30,2	45,3	24,2	25,9	27,9	29,9
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	37,6	16,6	18,3	20,3	22,3
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,4	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Zobowiązania krótkoterminowe	483,9	367,9	249,6	250,3	265,9	284,5	304,2
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	139,3	137,9	150,1	164,8	180,6
Inne zobowiązania	4,6	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2
Rezerwy	16,9	6,0	4,1	4,4	4,8	5,3	5,9
Rozliczenia międzyokresowe	47,3	44,1	26,2	28,1	31,1	34,5	37,8
Dług	170,7	101,5	61,4	61,4	61,4	61,4	61,4
Dług netto	119,3	12,9	14,5	49,2	44,3	35,5	28,7
(Dług netto / Kapitał własny)	34,4%	3,4%	4,9%	17,0%	15,0%	11,1%	8,4%
(Dług netto / EBITDA)	-7,3	0,2	-0,3	1,7	1,0	0,6	0,5
BVPS	32,1	31,6	25,1	24,3	24,8	26,8	28,7

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	-6,9	84,0	-6,4	-3,6	37,1	38,8	44,5
Zysk brutto	-85,1	2,8	-95,2	-11,2	7,4	28,5	36,5
Odsetki	-0,6	8,9	10,8	9,4	8,1	4,7	4,4
Amortyzacja	55,7	45,1	34,0	30,6	29,7	22,8	21,2
Kapitał obrotowy	10,5	61,2	30,0	-34,5	-6,7	-11,8	-10,6
Podatek	-1,5	-6,6	18,1	2,1	-1,4	-5,4	-6,9
Pozostałe	14,2	-27,4	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-6,4	28,8	9,5	-20,4	-23,4	-24,4	-25,1
CAPEX	-29,7	23,6	11,0	-21,8	-24,0	-25,3	-26,4
Inwestycje kapitałowe	-4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	27,5	5,2	-1,5	1,3	0,7	1,0	1,3
Przepływy finansowe	4,8	-75,5	-44,9	-10,7	-8,7	-5,7	-12,6
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	-6,9
Odsetki	-8,7	-14,2	-13,1	-10,7	-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	-41,7	-34,7	5,0	8,8	6,8
Środki pieniężne na koniec okresu	51,3	88,7	46,9	12,2	17,2	25,9	32,7
DPS (PLN)	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,7
FCF	-8,1	124,4	6,4	-27,3	11,3	12,5	17,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,5%	-2,4%	-1,6%	3,0%	3,0%	2,9%	2,7%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	-	-	-	-	29,6	7,7	6,0
P/CE	-16,2	4,1	-4,1	8,2	5,0	3,9	3,5
P/BV	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
P/S	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF/EV	-2,9%	64,4%	3,3%	-11,9%	5,1%	5,8%	8,2%
EV/EBITDA	-17,4	3,4	-3,8	8,0	5,0	3,9	3,4
EV/EBIT	-3,9	16,8	-2,3	-112,6	14,7	6,5	5,1
EV/S	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
DYield	11,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,9%	5,0%
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)	161,1	177,1	177,1	177,1	177,1	177,1	177,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	3,1	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
EV (mln PLN)	283,6	193,2	194,9	229,6	224,6	215,8	209,0



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.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.kliszczyk@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

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
michal.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 księgową

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 księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. 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 miedzy 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
data wydania	2009-05-27	2009-08-21
kurs z dnia rekomendacji	18,30	17,10
WIG w dniu rekomendacji	29197,11	36628,17