

21 sierpnia 2009

Komentarz specjalny



Sektor IT

Polska

Piotr Grzybowski  
(48 22) 697 47 17  
piotr.grzybowski@dibre.com.pl**Sygnity**

COMW.WA SGN.PW

**Zawieszona****Zerwać z przeszłością**

## Obecna cena 17,1 PLN

Opublikowane przez spółkę szacunki dotyczące wyników drugiego kwartału stanowią dla nas duże negatywne zaskoczenie. Z zakładanej kwoty rezerw około połowy może stanowić w przyszłości obciążenie gotówkowe dla spółki (2,52-2,94 PLN na akcję). Zdaniem kierownictwa spółki wartość utworzonych odpisów jest bardzo konserwatywna i najprawdopodobniej realne koszty nie osiągną tej wartości. Delikatna sytuacja związana z przetargami dla administracji publicznej skłania nas jednak do założenia, że przynajmniej ta część rezerw, która została utworzona na kary umowne dla projektów w segmencie publicznym ma duże prawdopodobieństwo realizacji. Spółka odmówiła podania szczegółowych informacji na temat wartości poszczególnych grup rezerw. Nie sprecyzowała również założeń programu oszczędnościowego, w szczególności jego przewidywanych kosztów i potencjalnej skali oszczędności. Te wszystkie czynniki uniemożliwiają nam rzetelną ocenę bieżącej sytuacji finansowej w spółce oraz jej pozycji płynnościowej. W związku z powyższym zawieszamy naszą rekomendację do czasu poznania szczegółów dotyczących tych dwóch zagadnień.

## Olbrymie rozczarowanie na wynikach

Zarząd spółki poinformował w komunikacie o szacunkowym wyniku operacyjnym w drugim kwartale 2009 roku. Strata za ten okres ma wynieść 80-90 mln PLN, przy przychodach rzędu 140-150 mln PLN. Główną przyczyną wysokich strat są rezerwy w kwocie 60-70 mln PLN utworzone „wskutek restrykcyjnego oszacowania budżetów długoterminowych kontraktów zawartych w ramach Grupy Kapitałowej Sygnity w latach 2004-2006, na poczet potencjalnych kar umownych związanych z tymi projektami, urealnienia wartości zapasów magazynowych, odpisania nakładów inwestycyjnych poniesionych na projekty, których realizacja została wstrzymana przez klientów oraz odpisy na zagrożone należności”. Szacowana strata znacznie odbiega od naszych wcześniejszych prognoz zakładających osiągnięcie minimalnego zysku po uwzględnieniu wyniku na sprzedaży aktywów. Niewielka część utworzonych rezerw (około 10 mln PLN) i tak byłaby według naszych szacunków kosztami tego okresu ze względu na nierentowne kontrakty podpisywane jeszcze przez Computerland. Reszta stanowi jednak nieoczekiwane dla nas obciążenie wyniku.

## Spadek po Computerlandzie wciąż straszny

W kwocie rezerw około połowy wartości stanowią odpisy utworzone na kontrakty zawarte przez Computerland. Według wcześniejszych zapewnień zarządu łączna kwota tegorocznego obciążenia starymi nierentownymi kontraktami miała nie przekraczać 20 mln PLN, co oznacza, że uwzględniając koszty, które już obciążą pierwszy kwartał oraz najprawdopodobniej drugi łączne straty z tego tytułu przekroczyły wcześniejsze założenia zarządu o około 25 mln PLN. Utworzone rezerwy stanowią 100% wartości kar umownych przewidzianych w kontraktach. W większości są to umowy z administracją publiczną, co powoduje, że sądowe dochodzenie swoich praw jest ze strony Sygnity utrudnione ze względu na fakt, że w przypadku zasądzenia winy spółki zostanie ona wykluczona z przetargów publicznych na okres trzech lat. Z dużym prawdopodobieństwem można zatem założyć, że obecnie niegotówkowe obciążenie wyniku w przyszłości znajdzie swoje odzwierciedlenie w pozycji gotówkowej.

## Zawieszono projekty obciążają wynik

Kolejnym źródłem odpisów są inwestycje poczynione pod zawieszono projekty. Spółka dokonała prac nad aplikacjami przeznaczonymi dla określonych odbiorców i w związku z odstąpieniem ich od umów nastąpiła konieczność przeszacowania stanu zapasów i wartości poczynionych inwestycji do wartości rynkowej, która jest bliska zera. Trzecim źródłem rezerw są odpisy na zagrożone należności, przy czym ich większość pochodzi z sektora przemysłowego. Zarząd wstrzymał się z podaniem dokładnych kwot składających się na powyższe rezerwy do czasu zatwierdzenia sprawozdania przez audytora i publikacji wyników. W odróżnieniu od kar umownych, których wartość będzie najprawdopodobniej w przyszłości obciążeniem gotówkowym dwie wspomniane grupy rezerw dotyczą wydatków już wcześniej poniesionych i nie będą pomniejszać zasobów pieniężnych.

## Niskie przychody nie tylko pod znakiem spowolnienia

Kwota 140-150 mln PLN przychodów jaką najprawdopodobniej zaprezentuje spółka również częściowo wynika z odwrócenia księgowania dotyczących starych kontraktów. W poprzednich okresach sprawozdawczych były one księgowane z dodatnią marżą. Wobec prawdopodobnego zakończenia ich ze stratą konieczne będzie odwrócenie poprzednich zapisów co obniży osiągnięte przychody. Realnie uzyskane w drugim kwartale wpływy oceniamy na 175-180 mln PLN.

## Zapowiedź programu oszczędnościowego bez konkretów

Wraz z publikacją szacunkowych wyników drugiego kwartału spółka poinformowała o planie programu oszczędnościowego, mający na celu redukcję kosztów i optymalizację posiadanych zasobów. Zarząd odmówił jednak podania szczegółów projektu do czasu przedstawienia go radzie nadzorczej na posiedzeniu 3 września. Do czasu zapoznania się ze szczegółami projektu, jego oczekiwanymi kosztami oraz możliwymi z jego tytułu oszczędnościami, jak również wartościami poszczególnych rezerw pozwalających ocenić przyszłą sytuację płynnościową spółki nie jesteśmy w stanie dokonać rzetelnej oceny sytuacji finansowej Sygnity i w związku z tym czasowo zawieszamy naszą rekomendację kupuj.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Handel

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

#### Maklerzy:

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

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

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

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

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

#### „Prywatny Makler”

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

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

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

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

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

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.

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.

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

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Torfarm, Unibep, ZA Puławy.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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.