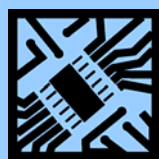


14 grudnia 2007

Aktualizacja raportu

**Informatyka**

Polska

Cena bieżąca	29,0 PLN
Cena docelowa	64,8 PLN
Kapitalizacja *	313,6 mln PLN
Free float *	146,4 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,88 mln PLN

* liczone wg liczby akcji sprzed SPO

Struktura akcjonariatu

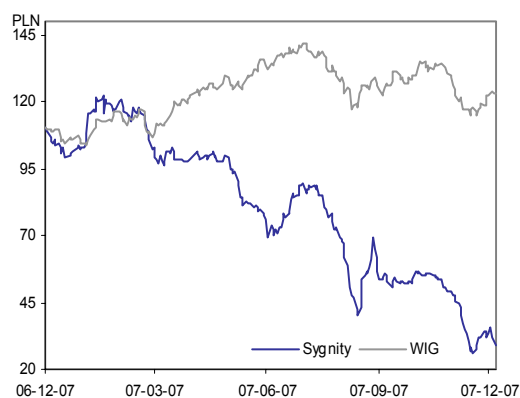
BBI Capital	9,25%
Legg Mason	7,49%
ING NN OFE	6,51%
Pioneer Pekao IM	6,37%
AIG OFE	5,30%
PKO TFI	4,92%
Tomasz Sielicki	4,89%
Deutsche Bank AG	4,64%
CU OFE BPH CU WBK	3,94%
Pozostali	46,68%

Prezentacja sektora

Wartość rynku informatyki bankowej wyniosła w 2005 roku 2,2 mld PLN (około 14,5% udziału polskiego rynku IT). Prognozy na kolejne lata dla polskiego rynku IT zakładają wzrost w dwucyfrowym tempie. W 2006 roku wartość polskiego rynku ERP przekroczyła wartość 500 mln PLN. Według raportu IDC, do 2009 r. rynek ERP będzie się zwiększał o około 16,5% rocznie.

Profil spółki

Sygnity jest jednym z czołowych polskich integratorów IT, świadczącym usługi na rzecz klientów z sektora administracji publicznej, opieki zdrowotnej, telekomunikacyjnego, przemysłowego oraz finansowego. Sygnity powstało z połączenia spółek Computerland oraz Emax.

Kurs akcji SGN na tle WIG**Piotr Janik**

(48 22) 697 47 40

piotr.janik@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Sygnity

COMW.WA; SGN PW

Kupuj

(Podtrzymana)

Będzie lepiej...

Pozytywnie odbieramy dotychczasowe działania „nowego” Zarządu Sygnity w zakresie wdrażanego Programu Naprawczego. Pierwsze efekty wprowadzanych zmian będą widoczne już w wynikach za 4Q 2007 (prognoza Zarządu zakłada zrealizowanie zysku EBIT na poziomie 33 mln PLN po wszystkich odpisach, nie uwzględniającego sprzedaży majątku). Spodziewamy się, że zaplanowana na 2008 rok redukcja kosztów operacyjnych (łącznie o 92,3 mln PLN) pozwoli Spółce wypracować w 2008 roku EBIT w wysokości 58,3 mln PLN, przy czym planowana przez Zarząd rentowność operacyjna (powyżej 5%) zostanie osiągnięta dopiero w drugim półroczu 2008 roku. W niniejszym raporcie wyceniamy akcje Sygnity przy założeniu, że Program Naprawczy zostanie pomyślnie wdrożony w każdym punkcie do końca 2008 roku oraz zostanie zawarte porozumienie z bankami dotyczące średnioterminowego finansowania dla Sygnity. Przy takich założeniach wyznaczamy cenę docelową dla akcji SGN na 64,8 PLN. Wydajemy rekomendację kupuj.

Restrukturyzacja

Od połowy września „nowy” Zarząd Sygnity wdraża intensywny program restrukturyzacyjny. Główne zmiany dotyczą uproszczenia struktury Grupy, nastawienia na najbardziej dochodowe biznesy, eliminację nierentownych biznesów poprzez ich sprzedaż, bądź likwidację oraz redukcję zatrudnienia we wszystkich obszarach działalności Spółki. Szacujemy, że Spółka zrealizuje wpływy ze sprzedaży aktywów spółki w maksymalnej kwocie nawet 73,1 mln PLN, co dodatkowo pozytywnie wpłynie na płynność Spółki. Realizacja założeń planu restrukturyzacji będzie widoczna już w wynikach za 4Q. Plan oszczędności zakłada redukcję kosztów operacyjnych w 2008 roku łącznie o 92,3 mln PLN. Głównym następstwem wdrażanej restrukturyzacji ma być poprawa rentowności operacyjnej Spółki. Spodziewamy się, że plan Zarządu, dotyczący osiągnięcia całorocznej prognozy EBIT powyżej 5%, zostanie zrealizowany dopiero w 2009 roku (założona redukcja kosztów operacyjnych pozwoli Spółce osiągnąć rentowność EBIT w 2H 2008 powyżej 5%, jednak z powodu niższych oszczędności w 1H 2008 całoroczna rentowność EBIT w 2008 roku ukształtuje się poniżej 5%.

Prognoza na 4Q

Przy okazji publikacji raportu za 3Q, Zarząd Spółki po raz pierwszy opublikował prognozę na 4Q 2007 roku. Zdaniem Zarządu, w 4Q 2007 Spółka zrealizuje 428,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży oraz 33 mln PLN zysku operacyjnego. Prognoza dotycząca EBIT uwzględnia odpisy z wartości niematerialnych w kwocie 4,6 mln PLN i nie uwzględnia sprzedaży aktywów Spółki. Prognozowany EBIT, skorygowany o odpisy, wynosi 37,6 mln PLN. W 4Q 2007 Spółka dodatkowo zrealizuje zysk ze sprzedaży aktywów (na rzecz ABG SPIN) w kwocie 23 mln PLN netto. Z tytułu sprzedaży Spółka otrzymała wpływ części ceny w wysokości 15 mln PLN.

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Przychody	858,1	927,1	1 305,4	1 328,7	1 428,3
EBITDA	55,7	55,2	-41,1	105,4	141,8
marża EBITDA	6,5%	6,0%	-	7,9%	9,9%
EBIT	34,0	-13,3	-94,0	58,3	82,0
Zysk netto	11,5	-27,5	-90,7	42,3	62,4
Cash earnings	33,2	41,0	-37,8	89,4	122,1
P/E	17,4	-	-	8,1	5,5
P/CE	6,0	5,6	-	3,9	2,8
P/BV	0,9	0,5	1,2	0,9	0,8
EV/EBITDA	2,0	5,0	-	3,8	2,5

Restrukturyzacja i strategia dalszego rozwoju

Wizja i kierunki strategii

Działalność Spółki, co najmniej do zakończenia procesu restrukturyzacji oraz odbudowania pozycji jednej z dominujących polskich spółek integratorskich, będzie koncentrowana na polskim rynku usług IT. Dalszy rozwój poza granicami Polski nie jest odrzucany, a jedynie odroczone w czasie, do momentu odzyskania pełni zdolności konkurencyjności w krajach, w których Sygnity dotąd nie prowadziło działalności. W Polsce Sygnity skoncentruje się na umacnianiu swojej pozycji w drodze wzrostu udziału w rynku (w sektorach, w których operuje Sygnity) oraz poprzez zwiększenie rentowności operacyjnej, która w drugim półroczu powinna przekroczyć poziom 5%.

Po „uzdrowieniu” Spółki oraz osiągnięciu docelowej rentowności, strategia Sygnity zakłada zaferowanie swoich usług poza granicami Polski. Skuteczność wychodzenia z usługami poza Polskę ma być zawdzięczana doświadczeniom zdobytym na krajowym rynku IT z własnymi produktami, które będą oferowane na zagranicznych rynkach. Dodatkowo Spółka zakłada wzmocnienie współpracy z międzynarodowymi partnerami i klientami do wykorzystania lokalnego doświadczenia. Tego rodzaju działania pozwolą Spółce uniknąć niepotrzebnych kosztów, co pozytywnie wpłynie na rentowność sprzedaży na rynkach zagranicznych, a także przysłuży się promocji marki, a Spółka zdobędzie dodatkowe referencje, które będzie mogła wykorzystać również w Polsce.

Restrukturyzacja

Pierwsze zmiany w składzie Zarządu miały miejsce 25 lipca 2007 roku (m.in. powołanie Piotra Kardacha na Prezesa Zarządu oraz Andrzeja Marciniaka na Wiceprezesa Zarządu). Kolejne zmiany w składzie Zarządu miały miejsce 5 września 2007 roku (powołanie Rajmunda Grala na stanowisko Wiceprezesa Zarządu). Program Naprawczy został sformułowany i przyjęty do realizacji przez „nowy” Zarząd Sygnity w połowie września 2007 roku (po około 2,5 miesiąca od powołania nowego Zarządu). Obecne zmiany w Sygnity są zatem efektem restrukturyzacji trwającej około 3 miesięcy.

Kluczowe założenia planu restrukturyzacji

Obecne działania Zarządu Spółki, obok kontynuowania działalności Sygnity w zakresie IT, koncentrują się na przeprowadzeniu intensywnego procesu naprawczego Spółki. Podstawowe elementy Planu Restrukturyzacji zostały zdefiniowane w następujący sposób:

Restrukturyzacja działalności:

- Uproszczenie struktury Grupy,
- Nastawienie na biznesy najbardziej dochodowe, posiadające masę krytyczną oraz przewagę konkurencyjną,
- Eliminacja nierentownych biznesów poprzez ich sprzedaż lub likwidację,
- Redukcja zatrudnienia w Back Office i jednostkach realizujących funkcje wsparcia,
- Redukcja i zmiana struktury zatrudnienia w obszarze Front Office,

Integracja funkcjonalna podmiotów z Grupy,

Poprawa skuteczności w zarządzaniu ryzykiem w obszarze realizacji projektów,

Nowy styl zarządzania .

Nastawienie na biznesy najbardziej dochodowe, posiadające masę krytyczną oraz przewagę konkurencyjną

W ramach przeprowadzanego procesu naprawczego zdefiniowano pojęcia *core business* oraz *non-core business* w działalności Sygnity. Jako *core* uważany jest biznes, w którym dominuje integracja systemów lub aplikacji. Dopuszczalna jest sprzedaż sprzętu (charakteryzującego się relatywnie niską rentownością sprzedaży) głównie w sytuacji, gdy dotyczy określonego projektu integratorskiego z odpowiednią ilością wdrożeń własnego, lub obcego oprogramowania. Odpowiednie zbilansowanie i większa kontrola udziału sprzętu w przychodach ze sprzedaży stanowi jeden z priorytetowych elementów strategii, mających na celu uzyskanie założonej rentowności sprzedaży Sygnity, po wdrożeniu programu naprawczego. Działalność typu *core* dotyczy głównie realizacji kontraktów do dużych i średnich, strategicznych klientów, przy zachowaniu ciągłości zamówień i o realizacjach cechujących się długim terminem. *Non-core business* został zdefiniowany jako działalność, w której występuje co najmniej jedna z następujących cech: świadczenie usług przeważnie na rzecz małych i średnich przedsiębiorstw, jednorazowe zamówienia o małej wartości, sprzedaż

do rozproszonych klientów, a także realizacja projektów, których większa część nie dotyczy „czystego” IT (np. z przeważającym udziałem automatyki).

Przewagi Sygnity na tle konkurencji można sklasyfikować do trzech kategorii:

- posiadanie bazy własnych, indywidualnie opracowanych rozwiązań (np. NBP, PSE, NFZ i inne) oraz referencje wynikające z długookresowej współpracy z klientami,
- kompetencje w obszarach wdrażania krytycznych pakietów rozwiązań typu *mission critical* oraz referencje z nimi związane (np. systemy centralne i ERP dla banków, systemy zarządzania i kontroli oraz systemy e-administracji dla miast, i inne),
- trwałe relacje partnerskie z głównymi markami obecnymi na rynku IT (Cisco, HP, Oracle, SAP, Sun Microsystems, odnowione partnerstwo z IBM, i inne).

Eliminacja nierentownych biznesów

W ramach programu naprawczego, obok działalności typu *non-core business*, wyszczególniono również pionierzy niewpisujące się w tą kategorię, a obniżające wyniki Spółki. Działania naprawcze, wdrożone w pionierach pozostających w Spółce po procesie restrukturyzacji, a także mające na celu sprzedaż lub likwidację nierentownych pionierów, zgodnie z harmonogramem restrukturyzacji pozytywnie wpłyną na rentowność EBIT Spółki już od początku 2008 roku, przy czym docelowy poziom rentowności EBIT, przekraczający 5%, zostanie osiągnięty dopiero w drugiej połowie 2008 roku (szacujemy 2,7% marży EBIT w 1H 2008, 6,0% w 2H 2008 oraz 4,4% w całym 2008 roku).

Redukcja zatrudnienia w Back Office i jednostkach realizujących funkcje wsparcia oraz w obszarze Front Office

Oszczędności wynikające z redukcji zatrudnienia w back office oraz na poziomie funkcji wsparcia, w części będą dotyczyły synergii kosztowych, nie osiągniętych w pełni po fuzji Computerlandu i Emaxu. W efekcie restrukturyzacji obszaru realizacji, liczba pracowników realizacji GK Sygnity zmniejszy się do poziomu poniżej 1900 pracowników na koniec 2008 roku. Redukcja zatrudnienia odbędzie się na zasadzie rozwiązania umów oraz zmniejszenia zatrudnienia wynikającego ze sprzedaży części pionierów produkcyjnych. Plan restrukturyzacji zakłada przeprowadzenie głównych zmian do końca pierwszego kwartału 2008 roku, w kolejnych kwartałach 2008 roku zatrudnienie powinno nieznacznie rosnąć, co będzie efektem realizacji nowych kontraktów.

Z uwagi na plan skumulowania kluczowych kompetencji pracowników wewnątrz Spółki, na koniec pierwszego kwartału 2008 roku zmniejszy się również liczba stałych współpracowników Spółki (około 620 osób na koniec 2007 roku).

Roczne oszczędności wynikające z restrukturyzacji zatrudnienia w obszarze realizacji, wyniosą w 2008 roku około 50,8 mln PLN, przy odprawach na poziomie poniżej 0,5 mln PLN.

Z uwagi na kluczowe znaczenie działu sprzedaży w spółkach integratorskich, zatrudnienie w tym obszarze nie ulegnie istotnym zmianom. Efekt netto obejmie redukcję około 10 pracowników sprzedaży. Redukcje zatrudnienia związane będą z osobami osiągającymi niedostateczne wyniki sprzedażowe. Oszczędności bezpośrednio związane z wynagrodzeniami pracowników sprzedaży wyniosą w 2008 roku około 3,4 mln PLN, a łączne oszczędności w obszarze sprzedaży zostały zaplanowane na 2008 rok w kwocie 11,8 mln PLN.

W obszarze back office GK Sygnity zatrudnienie na koniec 2007 roku wyniesie około 450 osób. Redukcja zatrudnienia obejmie około 40 osób w 2008 roku. Redukcja zatrudnienia w drugiej połowie 2008 roku będzie efektem konsolidacji funkcjonalnej, a w dalszej perspektywie wszystkich większych spółek GK Sygnity. Łączne oszczędności z tytułu redukcji zatrudnienia pracowników back office wyniosą w 2008 roku około 10,1 mln PLN.

Redukcja zatrudnienia, poza oszczędnościami wynikającymi z niższego łącznego wynagrodzenia dla pracowników Sygnity, przyniesie również oszczędności w innych obszarach, jak niższe koszty szkoleń, delegacji, opłat za telefony komórkowe, transportu, powierzchni biurowej i innych.

Spółka zawiązała rezerwy na przeważającą część odpraw w 2007 i 2008 roku w trzecim kwartale, co znacznie obciążyło wyniki Spółki za okres 1-3Q 2007. Łączne koszty odpraw ponad utworzoną rezerwę wyniosą w 2008 roku mniej niż 0,5 mln PLN.

Szacowane oszczędności z tytułu restrukturyzacji ukształtują się jak poniżej:

Łączna redukcja kosztów wynikająca z restrukturyzacji

	4Q 2007	1H 2008	2H 2008	2008
Dane w tys. PLN				
Koszty osobowe	3 717	27 416	37 552	64 968
Czynsze	159	692	782	1 474
Szkolenia	67	328	457	785
Usługi zewnętrzne	0	4 843	5 356	10 199
Delegacje	163	817	1 146	1 963
Transport	251	1 941	2 799	4 740
Telefony komórkowe	153	857	1 234	2 091
Pozostałe	367	2 571	3 986	6 557
Razem	4 877	39 465	53 312	92 777
Odprawy	899	0	464	464
Redukcje kosztów netto	3 978	39 465	52 848	92 313
Dane w mln PLN				
Przychody ze sprzedaży	428,4	649,2	679,5	1 328,7
EBIT	33,0	17,8	40,4	58,3
marża	7,7%	2,7%	6,0%	4,4%

Źródło: Sygnity, DI BRE

Sprzedaż i likwidacja pionów produktowych typu non-core business

Według zdefiniowanej działalności typu *core business* i *non-core business* (opisane we wcześniejszej części raportu) Spółka wyselekcjonowała pionów produktowych, które zostaną sprzedane do końca pierwszego kwartału 2008 roku (decyzja dotycząca sprzedaży wszystkich pionów *non-core* jeszcze nie zapadła, jednak ze względu na zaawansowane rozmowy z potencjalnymi nabywcami poszczególnych pionów, można się spodziewać sprzedaży większości wyselekcjonowanych pionów).

Poniższe zestawienia obrazują szacowany wpływ ze sprzedaży pionów produktowych w podziale na sektory, w których generują sprzedaż oraz wyniki „utracone” przez Sygnity w wyniku sprzedaży pionów.

Wpływy ze sprzedaży likwidowanych pionów produktowych oraz marża zysku brutto ze sprzedaży likwidowanych pionów w podziale na sektory

Sektor	Wpływy ze sprzedaży	Zysk brutto ze sprzedaży
Publiczny	2,3	0,3
Bankowo-finansowy *	0,0	-5,7
Przemysł i utilities	16,9	1,8
Telekomunikacyjny **	0,0	0,0
Opieki zdrowotnej	28,0	2,4
Inne	22,0	2,0
Razem	69,1	0,9

Źródło: Sygnity, DI BRE

* Zarząd spodziewa się likwidacji nierentownej działalności, stanowiącej część pionu bankowo-finansowego

** wbrew spekulacjom, Spółka nie zamierza się pozbywać sektora telekomunikacyjnego

Wpływ sprzedaży oraz likwidacji pionów produktowych na zysk brutto ze sprzedaży Sygnity

	4Q 2007	1Q 2008	2Q 2008	3Q 2008	4Q 2008	2008
Przychody ze sprzedaży			10,3	10,5	10,8	31,6
Utracony zysk brutto ze sprzedaży			0,2	0,2	0,2	0,7

Źródło: Sygnity, DI BRE

Wprowadzenie jednej ze spółek na GPW

Spółka rozważa upublicznienie co najmniej jednego podmiotu wchodzącego w skład Grupy Kapitałowej Sygnity. Przedmiotem IPO byłaby spółka CL Serwis. Sam proces upublicznienia został zaplanowany na koniec 2008 roku, z opcją przesunięcia na 2009 rok. Biznes serwisowania „małej” infrastruktury IT (serwery, komputery klasy PC, drukarki, sprzęt peryferyjny i inne) zostanie połączony z działalnością z pogranicza IT (jak np. automatyka). Konsolidacja pionów wynika głównie z licznych synergii, będących efektem połączenia działalności oraz wspólnego modelu biznesowego.

Integracja funkcjonalna podmiotów z Grupy

Po uprzedniej integracji funkcjonalnej, w struktury Sygnity stopniowo zostaną włączone spółki Aram, Winuel i Polsoft. W jednym ze scenariuszy potencjalna inkorporacja dotyczy również spółki Max-Elektronik. Drugi scenariusz zakłada połączenie Max-Elektronik z segmentem Sygnity, produkującym niszowe rozwiązania na globalny rynek. W przypadku realizacji drugiego scenariusza, Max-Elektronik pozostanie odrębną spółką, wchodzącą w skład Grupy Kapitałowej Sygnity, z możliwością pozyskania nowego inwestora w celu realizacji strategii przyspieszonego wzrostu.

Strategia sektorowa

W ramach przeprowadzanej restrukturyzacji Spółki, Zarząd Spółki sformułował strategię w podziale na sektory. W każdym przypadku strategia zakłada koncentrację na działalności typu *core business*, a także odpowiednie zbilansowanie udziału własnych rozwiązań w przychodach ze sprzedaży, w celu osiągnięcia założonej marży operacyjnej.

Sektor bankowo-finansowy

Rynek usług IT w sektorze bankowo-finansowym charakteryzuje się stabilnym wzrostem (głównie dzięki dobrej sytuacji finansowej większości klientów z sektora) oraz koniecznością ciągłego rozwoju w celu zaspokajania potrzeb klientów (nowe produkty banków, zakładów ubezpieczeń, itp.). Dodatkowym elementem stymulującym popyt w sektorze jest pojawianie się nowych instytucji finansowych na polskim rynku, z którymi Spółka zamierza aktywnie współpracować. Strategia Grupy zakłada nastawienie się na tradycyjnych klientów sektora bankowego (NBP, BGŻ, KBC, PKO BP, BZ WBK i inni) oraz na banki zagraniczne. Grupa jest istotnym graczem na rynku usług maklerskich. Spółka będzie również bardziej aktywna wobec PZU i innych firm ubezpieczeniowych, które w związku z planowaną reformą systemu emerytalnego będą musiały zdecydowanie zwiększyć wydatki na IT.

Sektor publiczny

Sektor IT przejawia obecnie pierwsze oznaki przebudzenia, po długim okresie zastoju. Inwestycje na szczeblu lokalnym rosną, jednak wpływ funduszy z UE nie jest jeszcze widoczny. Strategia Sygnity zakłada koncentrację na Planie Informatyzacji Państwa (Spółka posiada liczne referencje, pomocne w zdobywaniu kontraktów), planach modernizacji Policji i Ministerstwa Obrony Narodowej (wielokrotne, odnawiane wdrożenia zarówno dla MON, jak i KG Policji) oraz na wzmacnianiu wiodącej pozycji wśród gmin i lokalnych przedsiębiorstw (np. zakładów transportu publicznego).

Plan Informatyzacji Państwa – projekty dotychczas nie uruchomione i przewidziane do realizacji po 2007 roku

Nazwa projektu	Resort odpowiedzialny	Szacunkowy koszt projektu	Źródło finansowania	Okres realizacji
PRZETARGI, KTÓRE MIAŁY BYĆ OGŁOSZONE W 2007 ROKU				
Realizacja centralnego węzła polskiego komponentu SIS II i VIS	MSWiA	54 mln PLN	budżet państwa	ogłoszono 31 marca 2007 roku
E-deklaracje II - obsługa elektronicznych deklaracji podatkowych przedsiębiorców	Ministerstwo Finansów	100 mln PLN	15% budżet państwa, 85% Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego	2007-2009
Informatyzacja ksiąg wieczystych	Ministerstwo Sprawiedliwości	116 mln PLN	budżet państwa, EFRR, Norweski Mechanizm Finansowy	2007-2010
Zintegrowany system zarządzania zadaniowym budżetem państwa	Kancelaria Prezesa Rady Ministrów	44 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
Platforma udostępniania on-line przedsiębiorcom usług i zasobów cyfrowych rejestrów medycznych	Ministerstwo Zdrowia	66 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
Elektroniczna platforma gromadzenia, analizy i udostępniania zasobów cyfrowych o zdarzeniach medycznych	Ministerstwo Zdrowia	877 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013



Budowa platformy komunikacji MSP i osób z obszaru wsparcia społecznego	Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej	94 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
SI Syriusz - Zintegrowany system obsługi rynku pracy i zabezpieczenia społecznego	Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej	110 mln PLN	15% Fundusz Pracy, 85% EFRR	2007-2013
SPPP - System prognozowania popytu i podaży na pracę	Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej	44 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2010
Ikonka	MSWiA	2 mln PLN	budżet państwa	ogłoszono 31 lipca 2007 roku
Budowa systemu katastralnego	Główny Urząd Geodezji i Kartografii	190 mln PLN	budżet państwa, Państwowy Fundusz Gospodarki Zasobem Geodezyjnym i Kartograficznym, EFRR	2007-2010
Teryt 2 - Krajowy rejestr urzędowy podziału terytorialnego państwa	GUGiK	45 mln PLN	budżet państwa, PFGZGiK, EFRR	2007-2010
Budowa georeferencyjnej bazy danych obiektów topograficznych	GUGiK	190 mln PLN	budżet państwa, PFGZGiK, EFRR	2007-2011
System informacyjny statystyki publicznej	GUS	160 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
Konsolidacja i centralizacja systemów celnych i podatkowych	Ministerstwo Finansów	165 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
Centralna informacja o działalności gospodarczej	Ministerstwo Gospodarki	32 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2008
Prezentacja i udostępnianie zasobów archiwalnych Audio i Wideo	Ministerstwo Kultury i Dziedzictwa Narodowego	97 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2010

INNE PROJEKTY ZAWARTE W PLANIE INFORMATYZACJI PAŃSTWA

E-Puap 2 - Elektroniczna Platforma Usług Administracji Publicznej	MSWiA	184 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2008-2013
pl.ID - Polska ID Karta	MSWiA	400 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2008-2013
Budowa dziedziny platformy MS, uruchomienie usług dla przedsiębiorców na portalu dostępowo-informacyjnym	Ministerstwo Sprawiedliwości	24 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2009-2010
Portal informacyjny dla notariuszy, radców prawnych, komorników i adwokatów	Ministerstwo Sprawiedliwości	26 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2009-2011
Systemy informatyczne dla Ministerstwa Finansowego wymagane zmianami prawnymi	Ministerstwo Finansów	53 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2008-2009
E-Podatki	Ministerstwo Finansów	197 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2008-2012

Źródło: MSWiA

Sektor przemysłowy

Sprzedaż Grupy Sygnty do sektora przemysłowego oparta jest na szerokiej bazie klientów oraz stosunkowo bogatej ofercie produktowej. Dywersyfikacja sprzedaży zapewnia wysoką powtarzalność i przewidywalność osiąganych wyników. Sektor przemysłowy w Sygnty koncentruje się na sprzedaży do największych przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce oraz na szerszym rynku średniej wielkości przedsiębiorstw. W przypadku największych przedsiębiorstw Grupa Sygnty tworzy dedykowane, dziedziny rozwiązania zapewniające pokrycie kluczowych obszarów wymagań funkcjonalnych tych przedsiębiorstw. Taka oferta skierowana jest głównie do sektorów transportu kolejowego, przemysłu wydobywczego i petrochemicznego. Szersza sprzedaż do średniej wielkości przedsiębiorstw opiera się na czterech głównych liniach produktowych: rozwiązaniach dla punktów sprzedaży detalicznej (np. branża paliwowa, sieci sklepów, itd.), systemach automatyzacji procesów magazynowych, systemach wspierających procesy logistyczne wewnątrz przedsiębiorstw oraz systemach ERP dla małych i średnich przedsiębiorstw.

Sektor utilities

Sprzedaż do sektora utilities realizowana jest w trzech podsektorach: elektroenergetyce, sektorze gazowniczym oraz sektorze komunalnych przedsiębiorstw infrastrukturalnych. Ten ostatni podsektor został powołany w połowie 2007 roku. W elektroenergetyce Grupa Sygnity opiera swoją sprzedaż głównie w obszarze rozwiązań wspierających nowopowstałe przedsiębiorstwa obrotu oraz operatorów systemów dystrybutorów, zrestrukturyzowanych w wyniku procesów konsolidacyjnych i deregulacyjnych. Nowa oferta produktowa, łącząca produkty Grupy Emax i Grupy Sygnity, jest korzystnie odbierana przez dotychczasowych Klientów, co potwierdzają nowe umowy zawarte w tym roku m.in. z Enion SA, Energia SA, EnergiaPro, Vattenfall, etc. Grupa Sygnity od 10 lat kontynuuje współpracę z PSE-Operator, realizując na jego rzecz kluczowe projekty w zakresie zarządzania rynkiem energii elektrycznej. Spółka rozwija obecność w sektorze gazowniczym, szczególnie w PGNiG, które jest w procesie głębokiej restrukturyzacji. Sprzedaż skupia się także na regionalnych dystrybutorach systemów gazowniczych oraz operatorze rynku gazu, spółce Gaz-System. Podejmowane są również starania o zwiększenie poziomu sprzedaży na słowackim rynku energetycznym, gdzie spółka WINUEL jest obecna od kilku lat.

Sektor usług medycznych

Spółka sprzedała jeden z dwóch posiadanych sektorów usług medycznych, dostarczających rozwiązania dla świadczeniodawców medycznych (szpitale, przychodnie, ZoZy i inne). Sprzedaż segmentu na rzecz ABG SPIN (wartość transakcji ustalona 28 mln PLN netto) wynika z nie strategicznego charakteru sprzedaży pionu usług dla świadczeniodawców (sprzedaż do bardzo rozproszonych odbiorców, mała wartość zamówień, brak ciągłości rozwiązań, krótki termin wdrożeń). Sygnity dalej rozwija sektor rozwiązań dla Narodowego Funduszu Zdrowia oraz przygotowuje się do oczekiwanych przetargów Rejestru Usług Medycznych.

Sektor telekomunikacyjny

Główny klient Spółki z sektora, TPSA, znacząco obniżył wydatki IT, co m.in. przełożyło się na spadek udziału sektora w przychodach ze sprzedaży Spółki w 2007 roku. Również zamówienia operatorów sieci komórkowych i dostawców telewizji kablowej charakteryzują się znacznie większą selektywnością niż w poprzednich latach. Jednym z kluczowych elementów strategii, obecnie zrealizowanym, było wyeliminowanie błędnych rozwiązań wdrożonych w TPSA. W kolejnych okresach Spółka będzie pozycjonowana jako uczestnik wdrożenia Netcracker, przy jednoczesnym wypełnianiu zobowiązań w ramach umowy o wdrożenie OSS. Spółka zamierza kontynuować obsługę KSP oraz współpracę z globalnymi dostawcami w zakresie pozostałej sprzedaży do sektora. Głównym priorytetem strategii dla sektora telekomunikacyjnego jest znacząca restrukturyzacja działalności Sygnity w sektorze, w celu dostosowania jej do nowej strategii wobec Klientów.

Finanse

Wyniki po 3Q 2007

Wyniki trzeciego kwartału 2007 roku są w znacznym stopniu obciążone przeprowadzaną restrukturyzacją. W trzecim kwartale Spółka zawiązała rezerwy w wysokości 32,3 mln PLN, odpisy kasowe związane z odprawami dla pracowników (w tym byłych członków Zarządu) wyniosły 9,6 mln PLN, odpisy niekasowe związane z likwidacją nierentownych linii produktowych, restrukturyzacją niektórych projektów oraz odpisem aktualizującym należności, wyniosły 22,7 mln PLN, odpisy amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (związanych z fuzją Computerlandu i Emaxu) wyniosły 4,6 mln PLN. Łącznie odpisy obciążyły wynik operacyjny Spółki kwotą 36,9 mln PLN. Po oczyszczeniu wyniku operacyjnego Sygnity o opisane powyżej zdarzenia, Spółka zanotowała w 3Q 2007 stratę operacyjną równą 17,7 mln PLN.

Wyniki Sygnity za 3Q 2007

	3Q 2007	3Q 2006 *	zmiana	1-3Q 2007	1-3Q 2006*	zmiana
Przychody	250,6	299,6	-16,3%	877,1	785,2	11,7%
EBITDA	-46,4	13,6	-	-89,9	20,7	-
Marża	-18,5%	4,5%	-	-	-	-
EBIT	-54,6	3,9	-	-127,0	-6,1	-
Marża	-	1,3%	-	-	-	-
EBIT skorygowany *	-17,7	3,9	-	-62,4	-6,1	-
Marża	-	1,3%	-	-	-	-

Źródło: Spółka, DI BRE Banku

* korekta o odpisy z wartości niematerialnych oraz o koszty restrukturyzacji

Strata po trzech kwartałach, oczyszczona o koszty restrukturyzacji oraz odpisy z wartości niematerialnych, wynika przede wszystkim z konieczności kontynuowania kontraktów, niekorzystnie podpisanych w przeszłości, u niektórych klientów Spółki. Spowodowało to obniżenie dotychczasowej standardowej rentowności, bądź wygenerowania straty na kontraktach, na co zostały utworzone rezerwy. Dotychczasowe działania „nowego” Zarządu w zakresie poprawy rentowności projektów, pozytywnie wpłyną na marżę EBIT począwszy od wyników za czwarty kwartał 2007 roku.

Prognoza na 4Q 2007

Przy okazji publikacji wyników finansowych za trzeci kwartał 2007 roku, po raz pierwszy „nowy” Zarząd Sygnity opublikował prognozę wyników na czwarty kwartał 2007 roku.

Prognoza Zarządu na 4Q 2007 w zestawieniu z wynikami za 4Q 2006

	4Q 2007P */**	4Q 2006	zmiana	2007 P */**	2006 ***	zmiana
Przychody	428,0	420,2	1,9%	1 305,1	1 205,4	8,3%
EBIT	33,0	-7,5	-	-94,0	-13,6	-
Marża	7,7%	-	-	-	-	-
EBIT skorygowany ****	37,6	33,5	12,2%	-24,8	27,4	-
Marża	8,8%	8,0%	-	-	2,3%	-

Źródło: Spółka, DI BRE Banku

* Prognoza Zarządu Sygnity

** Prognoza na 4Q nie uwzględnia zysku ze sprzedaży aktywów na rzecz ABG SPIN

*** Wyniki pro forma Computerland i Emax

**** korekta o odpisy z goodwillu i wynikające z restrukturyzacji

Zarząd Spółki podtrzymuje zdanie, że intensywny program naprawczy, wdrażany od września 2007 roku znajdzie częściowe przełożenie w zdecydowanej poprawie wyników Sygnity już w czwartym kwartale. Realizacja prognozy Zarządu oznacza, że restrukturyzacja przyniosła pierwsze efekty i mandat zaufania dla „nowego” Zarządu Spółki był rozwiązaniem korzystnym dla Akcjonariuszy Sygnity. Mimo licznych problemów w bieżącej działalności oraz mimo braku zamówień publicznych, prognoza zakłada nieznaczną poprawę na poziomie przychodów ze sprzedaży (+1,9% r/r w 4Q 2007) oraz poprawę rentowności operacyjnej Spółki (liczoną od zysku operacyjnego, skorygowanego o odpisy z wartości niematerialnych oraz obciążeń restrukturyzacyjnych, w porównaniu do danych za 4Q 2006).

Dodatkowo w wyniku transakcji sprzedaży zorganizowanej części przedsiębiorstwa, na rzecz ABG SPIN, Spółka zrealizuje dodatkowy zysk w kwocie 23 mln PLN. Podwyższona prognoza

Zarządu, uwzględniająca sprzedaż majątku oraz obciążona odpisami z wartości niematerialnych zakłada na 4Q 2007 realizację zysku operacyjnego w kwocie 56 mln PLN.

Przychody ze sprzedaży i marża zysku brutto

Prognozowana przez Zarząd Struktura przychodów ze sprzedaży w 2007 roku oraz lista kluczowych klientów Spółki przedstawia się następująco:

Grupa Sygnity w 2007 roku – kluczowi klienci i struktura przychodów ze sprzedaży

Sektor bankowo-finansowy

Narodowy Bank Polski
EFG Eurobank Ergasias
Grupa Pekao (Unicredito)
BZ WBK (AIB)
PKO BP
Santander Consumer Bank
BGŻ

Sektor energetyczny, przemysł i handel

Electrabel/Poľaniec
Jeronimo Martins Dystrybucja
Polskie Sieci Elektrownic
Vattenfall
Górnośląski Zakład Energetyczny

Telekomunikacja

TP SA (FT)

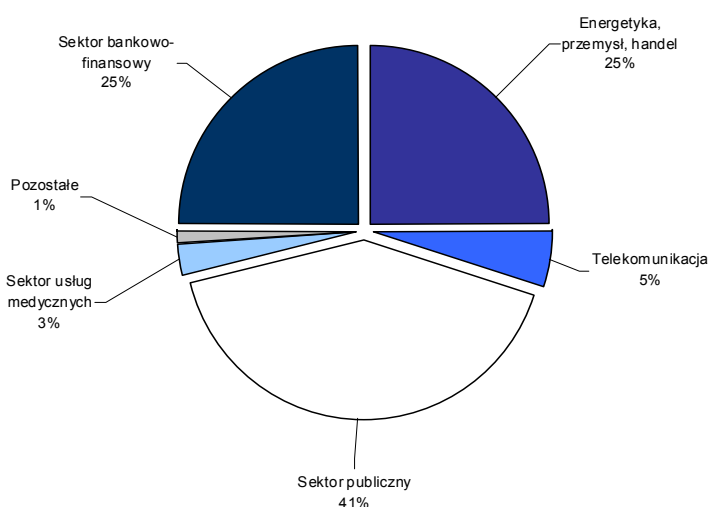
Sektor usług medycznych

NFZ (Narodowy Fundusz Zdrowia)

Sektor publiczny

Ministerstwo Pracy
Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne w Poznaniu
Ministerstwo Edukacji i Nauki
Komenda Główna Policji
Miejski Zarząd Komunikacyjny (Szczecin)
Agencja Rozwoju i Modernizacji Rolnictwa (ARIMR)
Generalna Dyrekcja Dróg Krajowych i Autostrad
Województwo Warmińsko-Mazurskie
Śląskie Centrum Społeczeństwa Informatycznego

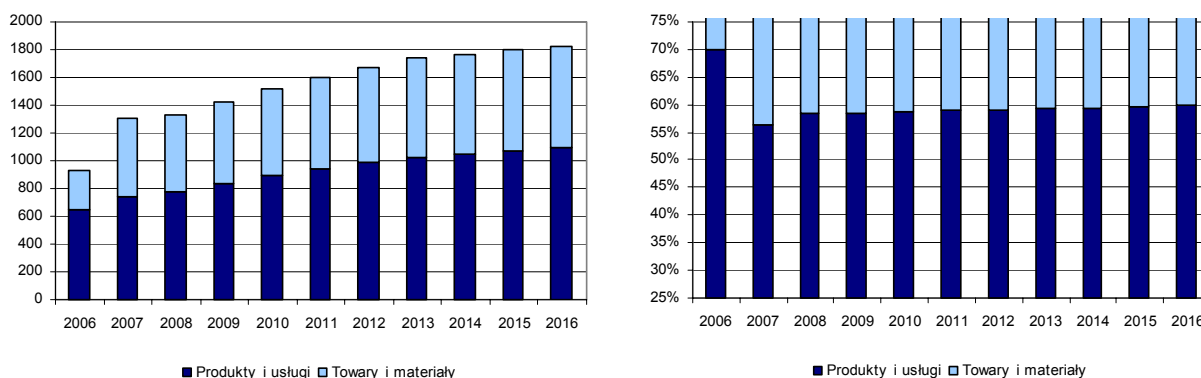
Grupa Sygnity - prognoza struktury sprzedaży na 2007 rok



Źródło: Sygnity, DI BRE

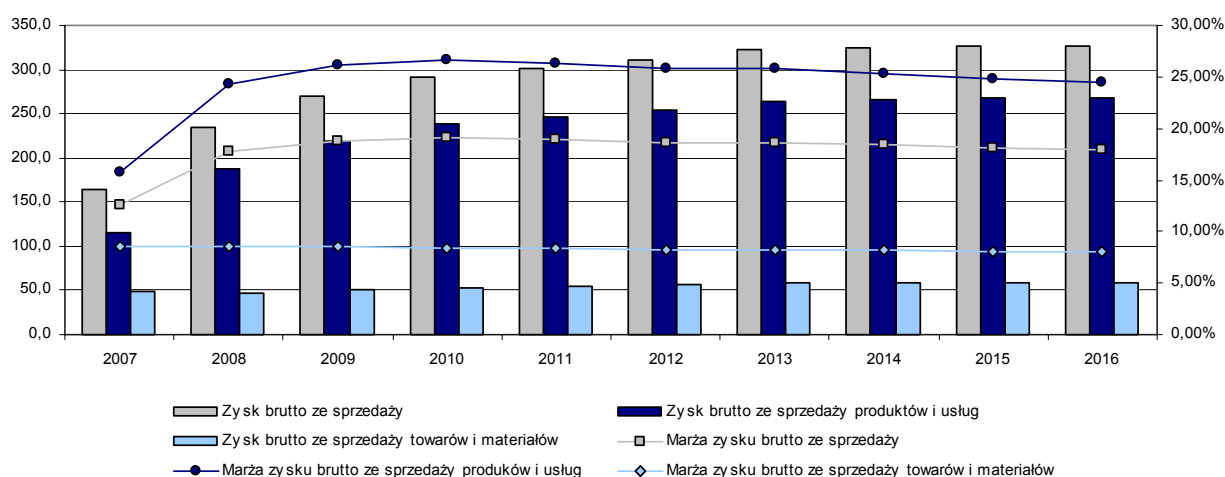
Po trzech kwartałach 2007 roku udział sprzedaży produktów i usług w przychodach ze sprzedaży Spółki wynosi 52,85%. Spodziewamy się, że całoroczna sprzedaż produktów i usług w 2007 roku będzie stanowiła 56,46% skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży Sygnity. Jednym z elementów planu restrukturyzacji sprzedaży Spółki jest zwiększenie kontroli nad udziałem sprzedaży sprzętu w ogóle sprzedaży oraz odpowiednie bilansowanie proporcji sprzętu względem usług i oprogramowania, w celu podwyższenia rentowności sprzedaży. W okresie prognozy zakładamy stopniowy wzrost udziału przychodów ze sprzedaży produktów i usług w ogóle przychodów ze sprzedaży, począwszy od 58,3% w 2008 roku do 59,8% w 2016 roku.

Struktura przychodów ze sprzedaży



Źródło: Sygnity, DI BRE

Struktura zysku brutto ze sprzedaży



Źródło: Sygnity, DI BRE

Po trzech kwartałach 2007 roku skonsolidowana marża zysku brutto ze sprzedaży wyniosła 9,10%, przy czym marża brutto ze sprzedaży produktów i usług wyniosła 9,57%, a sprzedaż towarów i materiałów 8,59%. Znaczne obciążenie marży zysku brutto ze sprzedaży produktów i usług stanowią niekorzystnie podpisane kontrakty w przeszłości, błędnie wdrożone rozwiązania u klientów, pociągające za sobą konieczność zatrudnienia większej niż zamierzona liczby pracowników do obsługi oraz znaczny przerost zatrudnienia po fuzji Computerlandu z Emaxem. „Nowy” Zarząd Spółki dąży do wyeliminowania większości negatywnych skutków niekorzystnie zawartych kontraktów oraz niektórych błędnych rozwiązań u klientów, co będzie widoczne w poprawie wyników za 4Q 2007 roku. Dodatkowo szereg oszczędności (opisywanych we wcześniejszej części raportu) pozytywnie wpłynie na wyniki Spółki w kolejnych okresach (pełne efekty restrukturyzacji będą widoczne od 2H 2008 roku). Spodziewamy się, że w 2007 roku całoroczna marża zysku brutto ze sprzedaży wyniesie 12,6%, przy czym marża ze sprzedaży produktów i usług wyniesie 15,69%, a marża brutto ze sprzedaży towarów i materiałów utrzyma się na poziomie z trzech kwartałów 2007 roku (8,59%). Zakładamy, że program oszczędności i restrukturyzacji wpłynie na podwyższenie marży zysku brutto ze sprzedaży produktów i usług do 22,21% w 1H 2008, 26,26% w 2H 2008 oraz 24,28% w całym 2008 roku. Począwszy od 2011 roku zakładamy, że presja na podwyżki płac dla pracowników w połączeniu z malejącą dynamiką wzrostu przychodów ze sprzedaży zacznie negatywnie oddziaływać na marżę zysku brutto ze sprzedaży, która zacznie stopniowo spadać aż do poziomu 24,45% w 2016 (względem 26,24% w 2011 roku). Uważamy, że rosnące wymagania klientów oraz koncentracja na rynku dostawców sprzętu, w okresie prognozy będzie stopniowo obniżać marżę zysku brutto ze sprzedaży towarów i materiałów z 8,59% w 2007 roku do 8,06% w 2016 roku.



Zadłużenie krótkoterminowe

Zadłużenie krótko- i średnioterminowe Spółki można podzielić na dwie kategorie - kredyty i pożyczki oraz obligacje. Spółka finansuje bieżącą działalność krótkoterminowymi pożyczkami i kredytami w ramach przyznanych linii kredytowych w łącznej kwocie do 214 mln PLN – w tym limit na kredyty wynosi 142,5 mln PLN, natomiast limit na gwarancje bankowe 71,5 mln PLN. Linie kredytowe dla Grupy Kapitałowej wynoszą 292 mln PLN – w tym limit na kredyty w wysokości 192,5 mln PLN oraz limit na gwarancje w wysokości 99,5 mln PLN (stan dostępnych linii kredytowych dla Spółki oraz GK na 30 listopada 2007 roku). Bieżące wykorzystanie linii w postaci kredytów (stan na 30 listopada 2007 roku) wynosi 104 mln PLN na poziomie Sygnity SA oraz 130 mln PLN na poziomie GK Sygnity. Najbliższa część kredytów i pożyczek do spłaty przez Sygnity jeszcze w 2007 roku wynosi 20 mln PLN. Spółka deklaruje, iż posiada środki pieniężne na spłatę raty kredytowej w 2007 roku. Zadłużenie pozostałych spółek z Grupy zapada po 2007 roku. Na podstawie podpisanych umów z bankami, linie kredytowe dla Spółki zapadają głównie w pierwszym półroczu 2008 roku. Sygnity prowadzi proces negocjacji z bankami finansującymi działalność Spółki (Raiffeisen Bank S.A., PEKAO S.A., BRE Bank S.A., Bank Handlowy w Warszawie S.A., Calyon Bank Polska S.A.), które w przypadku przyjęcia porozumienia, ujednocnią termin obowiązywania linii kredytowych, a także ustalą proporcje spłaty krótkoterminowego zadłużenia Spółki wobec poszczególnych banków.

Dla skuteczności uzgodnień w zakresie szczegółów kredytowania działalności Sygnity, istotnym warunkiem jest realizacja strategii naprawczej Spółki w punkcie sprzedaży aktywów o znacznej wartości. Pierwsza umowa sprzedaży zorganizowanej części przedsiębiorstwa (usługi dla świadczeniodawców medycznych, sprzedaż na rzecz ABG SPIN za 28 mln PLN netto) została podpisana po grudniowym WZA Spółki. Wynika z tego, że Sygnity zrealizowało jeden z dwóch warunków, koniecznych do podpisania porozumienia z bankami. Można sądzić, że pozytywną informacją dla banków jest realność realizacji prognozy zarządu na czwarty kwartał 2007 roku. Zaksięgowanie zysku ze sprzedaży części przedsiębiorstwa skłoniło Zarząd do podwyższenia prognozy na czwarty kwartał 2007 roku (ogłoszona w listopadzie prognoza Zarządu na 4Q 2007 nie uwzględniała sprzedaży aktywów).

Drugą grupą średnioterminowego kapitału obcego w Spółce są środki ze sprzedaży obligacji Spółki. Całkowita wartość nominalna obligacji wyemitowanych przez Sygnity wynosi obecnie 60 mln PLN, przy czym obligacje o łącznej wartości 10 mln PLN zapadają w lutym oraz marcu 2008 roku, a obligacje o łącznej wartości 50 mln PLN zapadają w lipcu 2009 roku. Większa część obligacji zapadających w grudniu 2007 roku została wykupiona (10 mln PLN z 35 mln PLN zostało zrolowanych z terminem wykupu w pierwszym kwartale 2008 roku).

Intencją Zarządu Spółki jest podwyższenie kapitału zakładowego o 10% w ramach kapitału docelowego, Emisja akcji będzie skierowana do inwestorów kwalifikowanych. Przy założeniu, że cena emisyjna akcji wyniesie 29,0 PLN (cena zamknięcia z 13 grudnia 2007 roku) oraz przy kosztach emisji w kwocie 0,77 mln PLN, wpływy netto z emisji akcji wyniosą 30,22 mln PLN. Uważamy, że emisja akcji poprawi płynność finansową Spółki oraz pozytywnie wpłynie na relacje z bankami, finansującymi działalność Spółki.

Wycena

Wycenę Sygnity przeprowadzamy metodą DCF. Ze względu na wdrażany proces restrukturyzacji, Spółka zacznie generować wyniki, które mogą mieć zastosowanie w wycenie porównawczej, dopiero po 2008 roku. Przy wyznaczaniu ceny docelowej akcji SGN nie uwzględniamy wyceny metodą porównawczą.

Podsumowanie wyceny akcji Sygnity

	w mln PLN	+/-	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF			
w tym			
Wartość firmy	778,4	+	
Dług netto	143,1	-	
w tym			
Kredyty i pożyczki	133,6		
Obligacje	60,2		
Gotówka	50,7		
w tym środki z emisji akcji	30,2		
Wpływy ze sprzedaży aktywów	73,1	+	
Razem	708,4		770,5
na jedną akcję SGN			64,8

Źródło: DI BRE

Wycena DCF

Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Sygnity w okresie od 2007 do 2016 roku.
2. W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,87% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa) oraz 5,87% po okresie prognozy.
3. Ponieważ Spółka realizuje stratę podatkową, w 2007 roku wpływ podatkowy pozytywnie oddziałuje na wynik netto Sygnity. Przy kalkulacji WACC w 2007 roku zakładamy efektywną stopę podatkową równą 0%. Spodziewamy się, że z tytułu straty podatkowej (pozostającej do wykorzystania), w pierwszej połowie 2008 roku Spółka będzie zwolniona od podatku dochodowego. Z tego tytułu spodziewamy się, że efektywna stopa podatkowa w 2008 roku wyniesie 13,1%. Począwszy od 2009 roku zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 19%.
4. Dług netto Spółki za 2007 rok powiększamy o wartość wyemitowanych obligacji (stan na koniec 2007 roku) oraz pomniejszamy o środki netto pozyskane z emisji akcji.
5. Zakładamy, że Spółka przeprowadzi emisję akcji w drodze podwyższenia kapitału zakładowego o 10% w ramach kapitału docelowego, skierowaną do inwestorów kwalifikowanych. Przy założonej przez nas cenie emisyjnej akcji, równej 29,0 PLN (cena zamknięcia z dnia 13 grudnia 2007), emisji 1,07 mln akcji oraz szacowanych kosztach emisji w kwocie 0,77 mln PLN, implikowane wpływy netto z emisji akcji wynoszą 30,22 mln PLN.
6. W wycenie Spółki uwzględniamy środki ze sprzedaży aktywów w łącznej kwocie 73,1 mln PLN netto. Prognozowane przez nas wyniki Spółki nie uwzględniają wyników osiągniętych przez sprzedawane piony produktowe.
7. Z uwagi na łączną stratę netto, poniesioną przez Spółkę w trzech kwartałach 2007 roku, zakładamy, że premia kredytowa w stosunku do stopy procentowej wolnej od ryzyka wyniesie 2,0 p.p.
8. Zakładamy, że Spółka będzie się dzieliła zyskiem netto z akcjonariuszami począwszy od 2009 roku. Zakładamy, że na kapitał dywidendowy do wypłaty akcjonariuszom w danym roku będzie przeznaczane 50% zysku netto Spółki z roku poprzedniego.
9. W przepływach pieniężnych z działalności inwestycyjnej Spółki uwzględniamy odpisy z wartości niematerialnych Spółki, narzucone zasadami Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, dokonywane po fuzji Computerlandu i Emaxu. Przy wycenie Spółki korygujemy CAPEX, powiększając go o odpisy z wartości niematerialnych.



Model DCF Sygnity

(mln PLN)	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2016+
Przychody ze sprzedaży	1 305,4	1 328,7	1 428,3	1 521,7	1 597,5	1 668,2	1 735,6	1 770,2	1 800,5	1 826,0	
zmiana	40,8%	1,8%	7,5%	6,5%	5,0%	4,4%	4,0%	2,0%	1,7%	1,4%	
EBITDA	-41,1	105,4	141,8	157,7	163,0	166,8	173,3	172,8	171,4	169,2	
marża EBITDA	-3,1%	7,9%	9,9%	10,4%	10,2%	10,0%	10,0%	9,8%	9,5%	9,3%	
Amortyzacja	52,9	47,1	59,8	68,2	66,4	59,0	60,7	64,8	67,6	70,0	
EBIT	-94,0	58,3	82,0	89,5	96,5	107,8	112,6	108,0	103,8	99,2	
marża EBIT	-7,2%	4,4%	5,7%	5,9%	6,0%	6,5%	6,5%	6,1%	5,8%	5,4%	
Opodatkowanie EBIT		7,6	15,6	17,0	18,3	20,5	21,4	20,5	19,7	18,8	
NOPLAT		50,7	66,5	72,5	78,2	87,4	91,2	87,5	84,1	80,3	
CAPEX *		-53,9	-62,9	-68,2	-72,3	-69,0	-68,5	-71,2	-72,4	-70,0	
Kapitał obrotowy		-10,4	-6,2	-7,8	-7,0	-6,6	-6,1	-3,5	-3,2	-2,8	
FCF		33,4	57,1	64,6	65,3	70,7	77,3	77,5	76,1	77,6	81,1
WACC		11,0%	11,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	
współczynnik dyskonta		89,5%	80,4%	72,2%	64,8%	58,2%	52,2%	46,8%	42,0%	37,7%	
PV FCF		29,9	45,9	46,7	42,3	41,2	40,4	36,3	32,0	29,2	
WACC	10,6%	11,0%	11,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	
Koszt długu po podatku	7,9%	6,8%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	
Premia za ryzyko	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Efektywna stopa procentowa	0,0%	13,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Koszt kapitału własnego	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	
Premia za ryzyko	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	

Wzrost FCF po okresie prognozy

4,5%

Analiza wrażliwości

Wartość rezydualna (TV)

1 153,5

Wzrost FCF w nieskończoności

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

434,5

2,5% 3,5% 4,5% 5,5% 6,5%

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

343,9

WACC - 1,0pp 59,2 64,4 71,4 81,2 95,8

Wartość firmy (EV)

778,4

WACC - 0,5pp 57,2 61,8 67,9 76,1 88,0

Dług netto

143,1

WACC 55,4 59,5 64,8 71,9 81,7

Środki pozyskane ze sprzedaży aktywów

73,1

WACC + 0,5pp 53,8 57,5 62,2 68,3 76,6

Wartość firmy

708,4

WACC + 1,0pp 52,4 55,7 59,9 65,2 72,3

Liczba akcji (mln)

11,9

Wartość firmy na akcję (PLN)

59,6

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

8,8%

Cena docelowa (9m)

64,8

EV/EBITDA('08) dla ceny docelowej

8,7

P/E('08) dla ceny docelowej

18,2

Udział TV w EV

56%

Źródło: DI BRE

* CAPEX skorygowany o odpisy z wartości niematerialnych

Z uwagi na przeprowadzany proces restrukturyzacji, wyniki Spółki będą w pełni porównywalne z wynikami innych Spółek IT dopiero po 2008 roku. Poniższe zestawienie przedstawia kształtowanie się wskaźników rynkowych polskich i zagranicznych spółek IT wraz ze wskazaniem dyskonta, jakim są obciążone wskaźniki Sygnity przy cenie rynkowej 32 PLN.

Spółki polskie	P/E		EV EBITDA	
	2008	2009	2008	2009
ABG SPIN	15,0	13,6	10,3	9,1
Asseco Poland	22,8	20,3	13,1	11,5
Comarch	23,8	19,1	17,4	13,7
Prokom Software	14,5	13,3	4,3	4,0
Maksimum	23,8	20,3	17,4	13,7
Minimum	14,5	13,3	4,3	4,0
Średnia	19,0	16,6	11,3	9,6
Mediana	18,9	16,4	11,7	10,3
Sygnity	8,1	5,5	3,8	2,5
dyskonto	-57%	-66%	-68%	-76%
Spółki zagraniczne	P/E		EV/EBITDA	
	2008	2009	2008	2009
Cap Gemini SA	10,6	9,2	4,4	4,0
EDB	9,2	9,3	3,9	4,0
Getronics	21,1	16,4	6,2	6,0
IDS Scheer	15,4	12,1	7,5	6,2
Logica CMG	13,4	11,9	6,7	6,2
Tietoenator	11,7	9,7	6,4	5,6
Microsoft Corp.	18,1	16,8	11,2	11,0
Oracle Corp.	18,3	15,7	10,5	9,4
SAP AG	16,3	15,5	10,0	9,3
Autodesk Inc.	20,8	17,2	14,3	12,1
CA Inc.	25,3	17,2	10,4	10,4
Business Objects	25,4	20,6	9,6	7,8
Misys plc	15,6	14,9	11,0	10,7
Kudelski SA	9,4	8,2	5,5	4,8
Temenos Group	17,0	13,0	13,2	10,7
Telelogic AB	20,1	17,2	11,7	11,3
Cegid Group SA	11,5	10,5	5,3	6,3
GL Trade	11,3	10,4	6,6	7,2
DADA SpA	10,9	8,6	7,6	7,1
Maksimum	25,4	20,6	14,3	12,1
Minimum	9,2	8,2	3,9	4,0
Średnia	15,9	13,4	8,5	7,9
Mediana	15,6	13,0	7,6	7,2
Sygnity	8,1	5,5	3,8	2,5
dyskonto	-48%	-58%	-50%	-65%

Źródło: DI BRE; Bloomberg



Skonsolidowany rachunek wyników Sygnity

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Przychody ze sprzedaży	858,1	927,1	1 305,4	1 328,7	1 428,3	1 521,7
<i>zmiana</i>		8,0%	40,8%	1,8%	7,5%	6,5%
Koszt własny sprzedaży	-638,9	-713,4	-1 141,0	-1 093,2	-1 159,2	-1 231,1
Zysk brutto na sprzedaży	219,2	213,7	164,4	235,4	269,1	290,6
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	25,5%	23,1%	12,6%	17,7%	18,8%	19,1%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-175,4	-229,2	-230,5	-174,2	-185,1	-199,2
Pozostała działalność operacyjna netto	-9,8	2,2	-27,9	-3,0	-2,0	-1,9
EBIT	34,0	-13,3	-94,0	58,3	82,0	89,5
<i>zmiana</i>		-139,1%	606,6%	-162,0%	40,8%	9,1%
<i>marża EBIT</i>	4,0%	-	-	4,4%	5,7%	5,9%
Wynik na działalności finansowej	-12,5	-7,4	-12,7	-9,6	-5,1	-2,0
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0		0	0	0	0
Pozostałe	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	21,5	-20,7	-106,7	48,6	77,0	87,5
Podatek dochodowy	9,6	-0,1	-16,0	6,3	14,6	16,6
Udziałowcy mniejszościowi	0,4	6,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	11,5	-27,5	-90,7	42,3	62,4	70,9
<i>zmiana</i>		-339,3%	229,5%	-146,7%	47,4%	13,7%
<i>marża netto</i>	1,3%	-	-	3,2%	4,4%	4,7%
Amortyzacja	21,7	68,5	52,9	47,1	59,8	68,2
EBITDA	55,7	55,2	-41,1	105,4	141,8	157,7
<i>zmiana</i>		-0,9%	-174,4%	-356,6%	34,6%	11,2%
<i>marża EBITDA</i>	6,5%	6,0%	-	7,9%	9,9%	10,4%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	6,9	8,0	11,9	11,9	11,9	11,9
EPS	1,7	-3,5	-7,6	3,6	5,2	6,0
CEPS	4,8	5,1	-3,2	7,5	10,3	11,7
ROAE	10,4%	-	-	12,9%	15,7%	16,2%
ROAA	3,6%	-	-	4,8%	7,0%	7,8%

Źródło: DI BRE

* Rachunek wyników nie uwzględnia zysku ze sprzedaży aktywów (działalność non-core oraz nierentowna w 2007 i 2008, a także sprzedaż akcji EFH w IPO w 2008 roku)

**Skonsolidowany bilans Sygnity**

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
AKTYWA	634,6	979,6	875,1	898,0	874,8	931,5
Majątek trwały	129,9	365,3	342,0	327,7	317,8	305,2
Rzeczowe aktywa trwałe	33,6	53,7	48,1	49,2	54,0	54,8
Wartości niematerialne i prawne	25,4	117,6	95,4	82,1	67,4	54,0
Wartość firmy	47,7	167,2	159,7	159,7	159,7	159,7
Inwestycje długoterminowe	7,0	7,3	6,9	4,9	4,9	4,9
Pozostałe aktywa trwałe	16,2	19,5	31,8	31,8	31,8	31,8
Majątek obrotowy	504,7	614,3	533,1	570,3	556,9	626,3
Zapasy	36,1	54,6	80,9	77,5	80,2	85,2
Należności krótkoterminowe	225,3	395,7	311,8	314,3	333,4	353,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	106,6	59,8	50,7	88,7	53,5	98,1
Pozostałe aktywa obrotowe	136,7	104,2	89,7	89,7	89,7	89,7
(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
PASYWA	634,6	979,6	875,1	898,0	874,8	931,5
Kapitał własny	220,5	433,7	279,4	377,8	419,0	458,7
Kapitał zakładowy	10,1	11,2	15,1	15,1	15,1	15,1
Pozostałe kapitały własne	210,4	422,5	264,3	362,7	403,9	443,6
Zobowiązania długoterminowe	12,6	44,1	38,3	38,3	38,3	38,3
Pożyczki i kredyty	0,2	0,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Pozostałe	12,4	43,8	37,2	37,2	37,2	37,2
Zobowiązania krótkoterminowe	401,5	501,8	557,4	481,9	417,5	434,5
Pożyczki i kredyty	1,7	87,5	132,5	78,5	48,5	48,5
Zobowiązania handlowe	244,5	275,0	269,9	258,6	274,2	291,2
Pozostałe	155,3	139,3	155,1	144,8	94,8	94,8
Dług	1,9	87,7	193,8	79,6	49,6	49,6
Dług netto	-104,7	27,9	143,1	40,9	-4,0	-48,5
(Dług netto / Kapitał własny)	0,9%	20,2%	69,4%	21,1%	11,8%	10,8%
(Dług netto / EBITDA)	-188,0%	50,6%	-348,4%	38,8%	-2,8%	-30,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	6,9	8,0	11,9	11,9	11,9	11,9
BVPS	32,0	54,4	23,5	31,8	35,2	38,6

Źródło: DI BRE

**Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych Sygnity**

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Przepływy operacyjne	122,8	-84,8	-86,9	79,0	115,9	131,3
Zysk netto	11,5	-27,5	-90,7	42,3	62,4	70,9
Amortyzacja	21,7	68,5	52,9	47,1	59,8	68,2
Kapitał obrotowy	74,6	-128,5	0,0	-10,4	-6,2	-7,8
Pozostałe	15,0	2,7	-49,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-59,1	35,8	-10,1	23,2	-49,9	-55,6
CAPEX	-56,6	69,7	-25,1	-34,9	-49,9	-55,6
Inwestycje kapitałowe	-5,8	-70,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	3,3	36,7	15,0	58,1	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-4,1	2,2	88,0	-64,2	-101,2	-31,2
Emisja akcji	2,7	6,5	30,2	0,0	0,0	0,0
Dług	-6,5	3,7	45,8	-54,0	-30,0	0,0
Dywidenda (buy-back)		-6,9	0,0	0,0	-21,2	-31,2
Pozostałe	-0,3	-1,1	11,9	-10,2	-50,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	59,6	-46,8	-9,1	38,0	-35,1	44,5
Środki pieniężne na koniec okresu	106,6	59,8	50,7	88,7	53,5	98,1
DPS (PLN)	0,0	0,9	0,0	0,0	1,8	2,6
(CAPEX/Przychody ze sprzedaży)	7%	-8%	2%	3%	3%	4%

Źródło: DI BRE

Wskaźniki rynkowe Sygnity

	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
P/E	17,4	-	-	8,1	5,5	4,9
P/CE	6,0	5,6	-	3,9	2,8	2,5
P/BV	0,9	0,5	1,2	0,9	0,8	0,8
MC/S	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	2,0	5,0	-	3,8	2,5	2,0
EV/EBIT	3,2	-	-	6,9	4,3	3,5
EV/S	0,1	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2
Cena (PLN)	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0
Liczba akcji na koniec roku	6,9	8,0	11,9	11,9	11,9	11,9
MC (mln PLN)	199,9	231,3	344,7	344,7	344,7	344,7
Dług netto	-104,7	27,9	143,1	40,9	-4,0	-48,5
Kapitały udziałowców mniejszościowych	14,4	14,6	14,7	14,7	14,7	14,7
EV (mln PLN)	109,6	273,8	502,5	400,2	355,4	310,9

Źródło: DI BRE



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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Handel, surowce, inne

Piotr Janik tel. (+48 22) 697 47 40
piotr.janik@dibre.com.pl
IT, inne

Kacper Żak tel. (+48 22) 697 47 41
kacper.zak@dibre.com.pl
Deweloperzy, inne

Samer Masri tel. (+48 22) 697 47 36
samer.masri@dibre.com.pl
Budownictwo

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Wicedyrektor
grzegorz.domagala@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 48 48
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@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 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 został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu.

Zmiany nie dotyczą elementów ocennych.

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

DI BRE Banku S.A. jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej.

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
data wydania	2007-08-28
kurs z dnia rekomendacji	55.00
WIG w dniu rekomendacji	60073.46