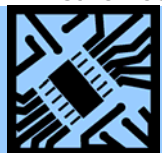


17 kwietnia 2008

Komentarz specjalny


IT
Polska

Piotr Janik
(48 22) 697 47 40
piotr.janik@dibre.com.pl

Sygnity

COMW.WA; SGN PW

Możliwe rozczarowanie w 1Q 2008

Mimo, że potencjalna strata w pierwszym kwartale, wynikająca z kosztów restrukturyzacji, jak również umiarkowanego wpływu sprzedaży aktywów, jest naszym zdaniem częściowo zdyskontowana w kursie akcji Sygnity, uważamy, że wyniki jakie Spółka może pokazać w pierwszym kwartale mogą stanowić negatywne rozczarowanie. Materializacja scenariusza, w którym Spółka nie zaksięguje części przychodów ze sprzedaży w wynikach pierwszego kwartału, wpłynie naszym zdaniem na wypracowanie przychodów ze sprzedaży równych 220 mln PLN. Tym samym, potencjalna strata operacyjna oraz netto przekroczy naszym zdaniem poziom 20 mln PLN. Bardzo istotny jest fakt, że Spółce udało się zmodyfikować skład konsorcjum banków, finansujących jej działalność. Liczba banków, z którymi Zarząd ustala warunki finansowania, zmniejszyła się z 7 do 3. Tym samym zmniejszyło się ryzyko indywidualnego wypowiedzenia, czy zmiany warunków finansowania przez banki. Oczekujemy, że z racji ostatnich zmian w konsorcjum finansującym działalność Sygnity, banki mają świadomość o wynikach Spółki, jakie mogą być raportowane w pierwszym kwartale, a zatem zakładamy, że publikacja słabych wyników nie wpłynie na ciągłość finansowania Sygnity.

Nasze pierwotne prognozy kwartalne, w oparciu o które sporządziliśmy prognozy rocznych wyników, zakładały na pierwszy kwartał 2008 roku realizację 312,7 mln PLN przychodów oraz 11,4 mln PLN straty operacyjnej. Wypracowanie 220 mln PLN przychodów ze sprzedaży oraz 24,0 mln PLN straty operacyjnej, stanowiłoby podstawę do rewizji naszych rocznych prognoz do poziomów około 1 226,0 mln PLN w przypadku przychodów ze sprzedaży oraz 45,6 mln PLN zysku operacyjnego (marża EBIT 3,7%).

Prognoza wyników Sygnity za pierwszy kwartał 2008 roku

	2007				1Q 2008P	
	1Q	2Q	3Q	4Q	stara	nowa
przychody	266,3	358,4	250,6	392,1	312,7	220,0
zysk brutto	31,6	33,1	20,0	71,4	33,8	25,3
marża	11,9%	9,2%	8,0%	18,2%	10,8%	11,5%
koszty sprzedaży	18,4	19,7	17,0	17,5	15,5	16,3
koszty ogólnego zarządu	34,7	39,6	48,5	34,6	29,7	33,0
pozostała działalność operacyjna	0,5	-2,3	-9,1	34,1	0,0	0,0
przychody	1,2	4,0	2,0	35,3		
koszty	0,8	6,3	11,0	1,2		
EBIT	-21,1	-28,6	-54,6	53,3	-11,3	-24,0
Działalność finansowa netto					-2,4	-0,4
Zysk brutto					-13,8	-24,4
Podatek					0,0	0,0
Zysk netto					-13,8	-24,4
Amortyzacja *					11,8	11,8
EBITDA					0,4	-12,2
marża					0,1%	-

Źródło: Dane za 2007 Spółka, prognozy DI BRE

* Bez uwzględniania dodatkowej amortyzacji wartości niematerialnych po fuzji Computerlandu z Emaxem

W przeciwieństwie do wyników czwartego kwartału 2007 roku, spodziewamy się, że w wynikach pierwszego kwartału 2008 znacznie mniejszy udział będą miały zyski jednorazowe. Powyższe założenia na pierwszy kwartał 2008 uwzględniają sprzedaż akcji Europejskiego Funduszu Hipotecznego, na której Spółka zrealizowała zysk w kwocie około 2 mln PLN, a który zawarty jest w pozycji działalność finansowa netto. .

Istotna różnica w pierwotnej i nowej prognozie przychodów ze sprzedaży wynika z możliwego przesunięcia się zaksięgowania dwóch kontraktów, o łącznej wartości przekraczającej 70 mln PLN.

Uważamy, że dotychczasowe działania Zarządu Sygnity w przedmiocie wdrażania programu naprawczego Spółki, jak również dalsza restrukturyzacja Sygnity w kolejnych kwartałach 2008 roku, umożliwią Spółce generowanie „zdrowych” poziomów sprzedaży, jak również jej rentowności w kolejnych latach.

Istotna kwestia dotyczy finansowania działalności Spółki. Liczba banków wchodzących w skład konsorcjum finansującego działalność Sygnity, zmniejszyła się z 7 do 3 banków. Oznacza to zarówno mniejsze ryzyko potencjalnego indywidualnego wypowiedzenia finansowania działalności, czy zmiany warunków finansowania, jak również oznacza uproszczenie całego procesu negocjacyjnego. Oczekujemy, że proces sprzedaży majątku Spółki może zostać przyśpieszony po WZA zaplanowanym na 7 maja. Jednocześnie przy znacznym napływie gotówki do Spółki (oczekujemy, że dług netto na koniec 1Q 2008 wynosi około 80 mln PLN), Spółka przyśpieszy spłatę zobowiązań wobec banków.

Ostatecznie podstawą do ewentualnej rewizji naszych prognoz rocznych, będzie publikacja wyników Spółki za pierwszy kwartał 2008 roku.

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
Paliwa, chemia, handel

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

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

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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

„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 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: Erbud, Es-System, Komputronik, Mieszko, Mondi, I BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Seco Warwick, Torfarm, Ulma Construcccion Polska.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABG Spin, Agora, Ambra, Amerbank, Bakalland, CSS Suport, Elektrobudowa, Elzab, Enap, Erbud, Es-System, Huta Ferrum, Inter Groclin, Koelner, Komputronik, Mennica Polska, Mieszko, Mondi, Neonet, Odratrans, Optopol, Paged, Pemug, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, Provimi-Rolimpe, Sanwil, Seco Warwick, Skarbiec Lokacyjny, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Techmex, Torfarm, Zelmer.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: ATM, Erbud, Fortis Bank Polska, Komputronik, Optopol, Polimex-Mostostal, Seco Warwick, Sygnity, Ulma Construcccion Polska, Unibep.

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.