

Aleje Jerozolimskie 123a, 02-017 Warszawa
 Tel.: (48-22) 397-60-60, Fax.: (48-22) 397-60-61
 e-mail: abrok@amerbrokers.pl

Analitik: Robert Kurowski, makler p.w.

SYGNITY S.A.

IT

Kurs bieżący (zł): 15,05
 Liczba akcji (tys.): 11 886
 Free float: 62,5% (112 mln zł)

Dane (tys. zł)	2007s	2008s	1Q09s	2009s P
Przychody	1 206 513	1 001 760	140 376	850 000
Zysk operacyjny	-72 289	12 596	-16 125	17 000
Zysk netto	-65 615	-105	-16 697	8 381
Wartość księgowa	343 505	373 371	354 953	385 185
Kapitalizacja	379 550	301 911	178 903	178 888
Liczba akcji (w tys.)	10 813	11 886	11 887	11 886
EPS (zł)	-	-	-	0,71
BVPS (zł)	31,77	31,41	29,86	32,41
P/E*	-	-	22,2	21,3
P/BV	1,1	0,81	0,50	0,46
Kurs (zł)**	35,10	25,40	15,05	15,05

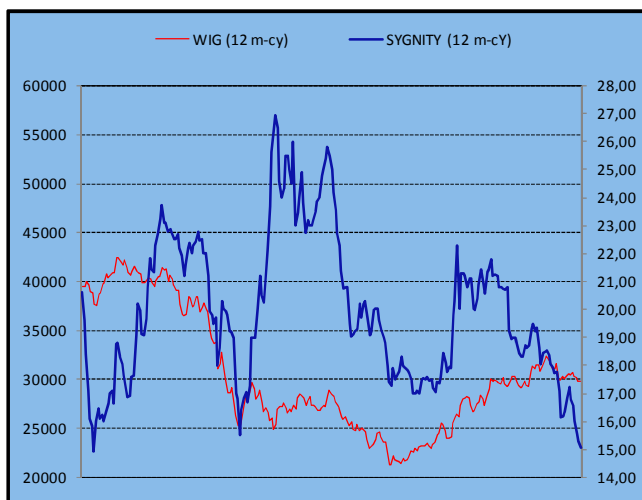
* dla 1Q09 wskaźnik obliczony za ostatnie 4 Q

** dla roku 2007 i 2008 kurs na koniec roku, dla 1Q09 i 2009 P kurs bieżący

s - dane skonsolidowane

P - prognoza DM AmerBrokers

Akcjonariusze:	% akcji	% głosów
Legg Mason	12,3%	12,3%
BB Investment	8,6%	8,6%
Pioneer Pekao IM	6,0%	6,0%
Aviva Investors Poland	5,4%	5,4%
Nordea OFE	5,1%	5,1%
Pozostali	62,5%	62,5%
Razem	100,0%	100,0%



Niniejszy raport jest aktualizacją analizy Spółki SYGNITY sporządzonej 29 kwietnia 2009 roku. **Obecnie jedną akcję SYGNITY wyceniamy na poziomie 16,38 zł. W związku z tym, że jest to o 8,8% więcej od bieżącej wyceny rynkowej, rekomendacja zostaje podwyższona z Neutralnie do Trzymaj.**

Wycena uwzględnia dodatkowe, 10% dyskonto z uwagi na ujawnione, ale niesprecyzowane plany emisji akcji i akwizycji. Analizując dotychczasowe dokonania Spółki przy przejściach, nie możemy ich uznać za jednoznacznie pozytywne, stąd według nas jest to czynnik ryzyka obniżający wycenę.

W bieżącej wycenie dokonaliśmy rewizji w dół naszych oczekiwań co do wyników skonsolidowanych SYGNITY na rok bieżący. Mimo nieoficjalnej prognozy Zarządu (zgodnej z naszą pierwotną prognozą przedstawioną w raporcie z kwietnia br.), mówiącej o 900 mln zł przychodów Grupy w 2009 roku, obecnie zakładamy ostrożnie, że wyniosą one 850 mln zł. Oznaczać to będzie spadek o 15,1% r/r. Przesłanką do dokonania przez nas korekty prognozy są słabe wyniki 1Q09 Grupy (przychody niższe o 32%) oraz spadek zamówień w branży IT z sektora publicznego, finansowego i telekomunikacyjnego. W 1Q09 Grupa Sygnity zanotowała o 58% niższe wpływy ze sprzedaży do sektora publicznego oraz o 26% do sektora bankowego.

Jednocześnie pozostawiamy na niezmiennym poziomie założenia odnośnie kształtowania się marży EBIT (2% w 2009), tj. bez uwzględnienia sprzedaży aktywów. Ostatnie informacje ze Spółki na temat sprzedaży aktywów (spółka Web Inn, nieruchomości w Warszawie) oraz zrolowanie obligacji za 17 mln zł, potwierdzają poprawę sytuacji w zakresie przepływów pieniężnych Grupy SYGNITY.

Zwracamy uwagę, że w kolejnych tygodniach kurs Spółki znajdować się będzie pod wpływem ogólnej koniunktury na rynku akcji GPW oraz oczekiwań inwestorów odnośnie wyniku Grupy za 2Q09. Zarząd Spółki oficjalnie potwierdził, że dzięki zbyciu aktywów (+9 mln zł wpływu na EBIT), wynik operacyjny i netto Grupy SYGNITY będzie za ten okres dodatni. Przychody skonsolidowane mają być niższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, jednak spadek ma być mniejszy niż zanotowany w 1Q09. Niemniej, na podstawie dokonanej obecnie wyceny Spółki, aktualny poziom wyceny rynkowej **może być naszym zdaniem rozważany jako sposobność do akumulowania akcji SYGNITY.**

Metoda dochodowa

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na długoterminowej prognozie działalności Spółki. Polega ona na obliczeniu wartości bieżącej prognozowanych przyszłych strumieni pieniężnych, skierowanych do właścicieli kapitału, finansującego majątek Spółki. Użyta metoda zakłada, że wewnętrzna wartość Spółki (rozumiana jako suma wyceny kapitału własnego i zaangażowanego kapitału obcego), równa jest sumie zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych Spółki, wyznaczonych jako prognozowana gotówkowa nadwyżka operacyjna, pomniejszona o prognozowane wydatki inwestycyjne. Jako stopę dyskontową przyjęto wyznaczony za pomocą modelu CAPM średni ważony koszt kapitału Spółki. Wycena Spółki równa jest wartości całości zaangażowanego kapitału, pomniejszonej o wartość długu netto.

Wycena metodą dochodową oparta jest na następujących założeniach dotyczących prognozy wyników na lata 2009-2013:

	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	850 000	892 500	937 125	983 981	1 033 180
Zmiana przychodów	-15,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBITDA	59 286	66 384	68 807	79 644	85 921
Marża EBITDA	7,0%	7,4%	7,3%	8,1%	8,3%
EBIT	17 000	22 313	23 428	29 519	30 995
Marża operacyjna	2,0%	2,5%	2,5%	3,0%	3,0%
Zysk (strata) netto akcj. j. dominującej	8 381	11 496	12 063	16 644	17 468
Marża zysku netto	1,0%	1,3%	1,3%	1,7%	1,7%

Źródło: Prognoza Amerbrokers

Obniżyliśmy nasze oczekiwania co do przychodów skonsolidowanych SYGNITY w roku 2009 do 850 mln zł (spadek o 15,1% r/r). W związku z tym przy niezmienionym poziomie marży EBIT (2%) zysk operacyjny wyniesie 17 mln zł, wobec 18 mln zł z naszej prognozy z kwietnia br. Dług netto na koniec 1Q09, pozostałe założenia prognozy wyników nie zmieniły się. Dodatkowo zakłada się, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 1,5%.

Wycena metodą DCF

(tys zł)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2013P+
Zysk operacyjny	17 000	22 313	23 428	29 519	30 995	30 995
- opodatkowanie EBIT	3 230	4 239	4 451	5 609	5 889	5 889
NOPLAT	13 770	18 073	18 977	23 911	25 106	25 106
+ Amortyzacja	42 286	44 072	45 379	50 125	54 926	54 926
- Zmiana kapitału pracującego	23 463	-3 986	-4 186	-4 395	-4 615	-1 384
Nadwyżka operacyjna	32 593	58 159	60 170	69 641	75 418	78 648
- Wydatki inwestycyjne	44 000	46 000	48 000	52 000	56 000	56 000
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	-11 407	12 159	12 170	17 641	19 418	22 648
współczynnik dyskonta	92,1%	84,8%	78,1%	72,0%	66,3%	66,3%
Wartość bieżąca (PV FCF)	-10 506	10 315	9 509	12 695	12 871	
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia za ryzyko (dług)	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Efektywny koszt długu	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Beta	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Dług / (Dług + Kapitały własne)	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
WACC	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Suma DCF 2009-2013	34 883					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,5%					
Wartość rezydualna 2012+ (RV)	325 023					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	215 433					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	250 316					
Dług netto	57 910					
Wartość 100% akcji	192 406					
Liczba akcji (tys. szt)	11 886					
Wartość 1 akcji, w zł	16,19					

Źródło: obliczenia własne

Wartość jednej akcji SYGNITY S.A. wyliczona metodą dochodową, przy przyjętych powyżej założeniach, wynosi 16,19 zł.

Metoda porównawcza

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej SYGNITY w stosunku do wybranych spółek z branży IT o zbliżonym profilu działania.

Za cenę przyjmowany jest aktualny kurs giełdowy. Wartość księgową, sprzedaż, zysk operacyjny i netto dla porównywanych spółek obliczono na podstawie ostatnich opublikowanych danych finansowych (za cztery kwartały).

Wycena porównawcza na dzień 07.07.2009

Spółka	Kurs	P/Sales	EV/EBITDA	P/E	P/BV
ASSECOPOL	54,65 zł	1,4	7,4	12,3	1,2
COMARCH	56,45 zł	0,6	5,6	14,4	0,9
COMP	60,85 zł	0,9	9,9	14,9	0,9
ATM	5,71 zł	0,7	6,8	19,9	0,9
IVMX	13,20 zł	0,7	5,7	9,7	0,8
QUMAKSEK	10,75 zł	0,4	4,3	8,3	1,6
WASKO	1,47 zł	0,4	5,4	14,4	0,9
Mediana	x	0,7	5,7	14,4	0,9
SYGNITY S.A.	15,05 zł	0,2	3,7	22,2	0,5
Wycena 1 akcji SYGNITY S.A. (w zł)		53,84	26,19	9,78	26,74
Wagi		0,05	0,45	0,45	0,05
Wycena SYGNITY S.A. - średnia ważona					20,22 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów za ostatnie 4 kwartały

Przy tak przyjętych założeniach, **wartość jednej akcji Spółki SYGNITY obliczona metodą porównawczą wynosi 20,22 zł.**

Podsumowanie wyceny

W celu uzyskania końcowej wyceny SYGNITY S.A. obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą. Dla każdej wyceny przyjęto wagę 0,5.

Z uwagi na ujawnione plany emisji akcji i akwizycji podmiotu z branży IT oraz brak szczegółów tej operacji i jej wpływu na sytuację operacyjną i finansową Grupy SYGNITY w latach następnych, w wycenie końcowej przyjęliśmy dodatkowo, 10% dyskonto.

Końcowa wycena SYGNITY S.A.

Metoda wyceny	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,50	16,19
Metoda porównawcza	0,50	20,22
Wycena (w zł)	1,00	18,20
dyskonto		10%
Końcowa wycena SYGNITY S.A. z dyskontem (w zł)		16,38

Źródło: obliczenia własne

Rekomendacja

Obliczona w ten sposób wartość jednej akcji Spółki wynosi 16,38 zł. W związku z tym, że jest to o 8,8% więcej od bieżącej wyceny rynkowej, wydajemy dla SYGNITY S.A. rekomendację Trzymaj.

Analiza techniczna

Długoterminową tendencją kursu SYGNITY jest trend horyzontalny – konsolidacja po gwałtownej deprecjacji ceny akcji jaka miała miejsce w 2007 roku z poziomu 120 zł do 14,91 zł (-87%). Trend horyzontalny wyznacza dolny zasięg wahań kursu (linia obrony) przy 15 zł, natomiast górny to poziom silnego oporu powyżej 23 zł.

Obecnie kurs SYGNITY znajduje się na kluczowym poziomie obrony z punktu widzenia analizy technicznej. Spadek kursu poniżej poziomu wsparcia przy 14,91 zł (z 15.07.08 w cenach zamknięcia), może spowodować wygenerowanie kolejnej fali spadkowej.



Informacje dodatkowe

Niniejsza analiza, zawierająca rekomendację inwestycyjną, jest skierowana do klientów Domu Maklerskiego AmerBrokers. Jest ona udostępniana nieodpłatnie. Autor analizy użył swojej najlepszej wiedzy i dołożył wszelkich starań aby analiza była sporządzona rzetelnie i obiektywnie. Autor analizy oraz Dom Maklerski AmerBrokers nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych, podjętych w oparciu o ten dokument. Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z Ustawy z dnia 04.02.1994 o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U.Nr 24, poz.83). W szczególności nie jest dozwolone powielanie i rozpowszechnianie powyższego bez zgody Domu Maklerskiego AmerBrokers.

Źródło danych – informacje ze spółki, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe, informacje prasowe oraz dostępne w Internecie.

Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie

P/E - cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję
 EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w przeliczeniu na jedną akcję
 P/Sales - cena do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję
 P/BV - cena do wartości księgowej na jedną akcję
 EPS - zysk netto przypadający na jedną akcję
 BVPS - wartość księgowa przypadająca na jedną akcję
 EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 ROA - stopa zwrotu z aktywów
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
 DCF - zdyskontowane przepływy pieniężne
 FCF - wolne przepływy pieniężne
 NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu (teoretyczny)
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 PV - wartość bieżąca
 RV - wartość rezydualna
 EV - wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja spółki + zadłużenie netto)

Metody wyceny

W niniejszej analizie zastosowano dwie metody wyceny akcji Spółki: metodę dochodową i metodę porównawczą. Każda z tych metod ma swoje zalety, ale też jest obciążona wadami.

Metoda dochodowa (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności spółki lub Grupy Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczonym okresie prognozy (najbliższych 5 lat) zakładamy średni roczny przyrost zysków na określonym poziomie. Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się przepływów pieniężnych, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu poziomów bieżących wybranych wskaźników rynkowych Spółki lub Grupy Kapitałowej (np. P/E, EV/EBITDA, P/Sales, P/BV), z poziomami notowanymi przez spółki wybrane do porównania. Metoda porównawcza bazuje na założeniu, iż akcje spółki powinny być wyceniane na relatywnie podobnych poziomach co wybrane do porównania spółki. Metodą tą cechuje więc bardzo rynkowe podejście do wyceny akcji, co można uznać za jej zaletę. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na średnim poziomie w stosunku do innych spółek, co w niektórych przypadkach może okazać się błędne, biorąc pod uwagę różną kondycję finansową i perspektywę poszczególnych podmiotów.

Rekomendacja

Data pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie: sprawozdań finansowych publikowanych przez spółkę (również w przypadku, gdy elementy tych sprawozdań nie zostały zamieszczone w niniejszej analizie) oraz wyceny metodą dochodową i porównawczą.

Horizont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji

KUPIJ - uważamy, że dana spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

SPRZEDAJ - sądzimy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

TRZYMAJ - uważamy, że akcje spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPIJ. Sądzimy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

NEUTRALNIE - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

Wykaz rekomendacji wydanych dla spółki w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena z dnia wydania rekomendacji	Cena docelowa	Cena z dnia zmiany rekomendacji
NEUTRALNIE	29-04-2009	21,34 zł	-	15,05 zł

Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers, a spółką: powiązania nie występują.

Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.