

Sygnity

redukuj

sektor IT

poprzednia rekomendacja: -----

Cena: 17.0

Cena docelowa: 14.8

Brak pozytywnych perspektyw

Sygnity należy do spółek, które od dłuższego czasu zawodzą inwestorów. Mimo, że restrukturyzacja po nieudanej fuzji z Emaxem i problemy z zadłużeniem powoli dobiegają końca, wyniki finansowe cały czas jednak są bardzo niskie. Spółka broni zysków tylko dzięki sprzedaży aktywów. Najbliższe kwartały również będą słabe - jak dla całego sektora. Sygnity pokaże prawdopodobnie straty (wykluczając jednorazówki) w II i III kwartale. Wprawdzie jak co roku IV kwartał okaże się zyskowy, jednak to właśnie on może najbardziej zaskoczyć negatywnie inwestorów. Trudno też liczyć na jakieś silne odbicie rynku w 2010 (szczególnie w sektorze publicznym stanowiącym 42% przychodów grupy), a o nowe kontrakty np. z MSWiA będzie ostra konkurencja.



Koniec restrukturyzacji długu, czas na przejęcia ?

Spółka spłaciła 53.5 mln PLN lipcowych obligacji i zrestrukturyzowała zadłużenie. Na koniec roku dług powinien wynosić ok. 40 mln PLN, co oznacza relatywnie bezpieczny poziom. Spółka pozyskała w III kwartale 5.9 mln PLN ze sprzedaży kolejnej spółki zależnej. Sądzymy, że dług nie stanowi już zagrożenia, jednak nie daje komfortu przy potencjalnych przejęciach. Zarząd rozważa akwizycje w kolejnych kwartałach, jednak środki miałyby pochodzić z emisji nowych akcji. Kolejną podaż akcji i ewentualne agresywne przejęcia traktujemy jako potencjalne zagrożenie.

Rekomendacja redukuj

Uważamy, że wprawdzie spółka rozwiązała problemy związane z kwestiami zadłużenia to przyszłość w krótkim i średnim terminie nie wygląda korzystnie. Pomimo, że w dalszej perspektywie można mówić o pewnych szansach dla spółki (walka kontrakty w energetyce i sektorze publicznym), jednak sądzymy, że z nadwyżką są już odzwierciedlone w aktualnym kursie. Wyceniamy akcje Sygnity na 14.8 PLN oraz rekomendujemy redukcję akcji. Głównym ryzykiem dla naszej rekomendacji jest wygranie znaczących nowych kontraktów (np. z MSWiA), na co spółka naszym zdaniem ma niezbyt duże szanse.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	15.05/26.9
Liczba akcji (mln)	11.89
Kapitalizacja (mln PLN)	202
EV (mln PLN)	250
Free float (mln PLN)	131
Sredni obrót (mln PLN)	1.4
Główny akcjonariusz	Legg Mason
% akcji, % głosów	10.34

	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	-1.6	-32.7	-16.5
Zmiana rel. WIG (%)	-12.6	-44.0	4.9

Marcin Palenik, CFA
(022) 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV/EBIT	EV/EBITDA	ROE (%)
2008	995.7	11.5	56.5	2.5	-1.5	-0.1	3.7	31.3	-134.7	0.54	21.0	4.3	-0.2
2009p	820.2	7.7	41.8	0.2	0.1	0.0	2.9	31.3	1383.1	0.54	31.2	5.8	0.0
2010p	836.6	5.5	34.1	2.0	1.3	0.1	2.5	31.4	154.6	0.54	43.8	7.1	0.2
2011p	878.4	18.5	44.2	15.2	9.8	0.8	3.0	32.3	20.6	0.53	13.0	5.5	1.3
2012p	939.9	26.4	45.4	23.3	15.1	1.3	2.9	33.5	13.4	0.51	9.1	5.3	1.9

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN,

Prognoza II kwartału

Na wynik II kwartału wpłyną przede wszystkim wydarzenia jednorazowe. Sprzedaż nieruchomości w Warszawie za 7.5 mln PLN powiększy EBIT o 3 mln PLN, natomiast sprzedaż spółki WEB Inn za 16 mln PLN poprawi EBIT o 6 mln PLN. Przedstawiciele spółki zapowiadali, że II kwartał zakończy się zyskiem na poziomie netto i operacyjnym wyłącznie dzięki jednorazówkom. Sugeruje to, że wynik nie przekroczy 5 mln PLN. Dynamika spadku przychodów powinna w II kwartale być niższa niż w pierwszym kwartale (kiedy wyniosła 33.6%). Oczekujemy, że sprzedaż spadła w II kwartale 26.3% r/r, jednak podobnie jak w I kwartale, dużo większy spadek r/r zostanie zanotowany w sprzedaży towarów niż produktów i usług własnych. Dzięki temu szacujemy, że zysk brutto ze sprzedaży spadnie tylko 7.6 mln PLN do 50.4 mln PLN. EBIT szacujemy na 3.3 mln PLN (bez jednorazówek wyniosłby -5.7 mln PLN), a zysk netto 1.1 mln PLN.

Prognoza wyników kwartalnych Sygnity

	II kw. 2008	II kw. 2009	zmiana	I-II kw. 2008	I-II kw. 2009	zmiana
Przychody	295.4	217.7	-26.3%	481.0	358.1	-25.5%
EBITDA	18.0	12.5	-30.6%	-3.5	6.2	-
EBIT	7.0	3.3	-52.9%	-26.7	-12.8	-52.1%
Zysk netto	8.3	1.1	-86.7%	-24.7	-15.9	-35.6%

Marże

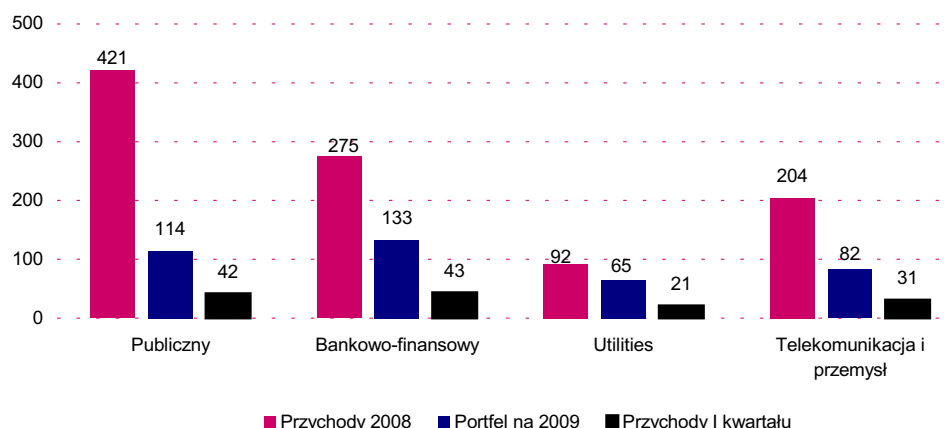
Marża EBITDA	2.4%	1.5%	-5.6%	-3.6%
Marża EBIT	6.1%	5.7%	-0.7%	1.7%
Marża netto	2.8%	0.5%	-5.1%	-4.4%

Źródło: Sygnity S.A., prognozy Millennium DM

Portfel zamówień

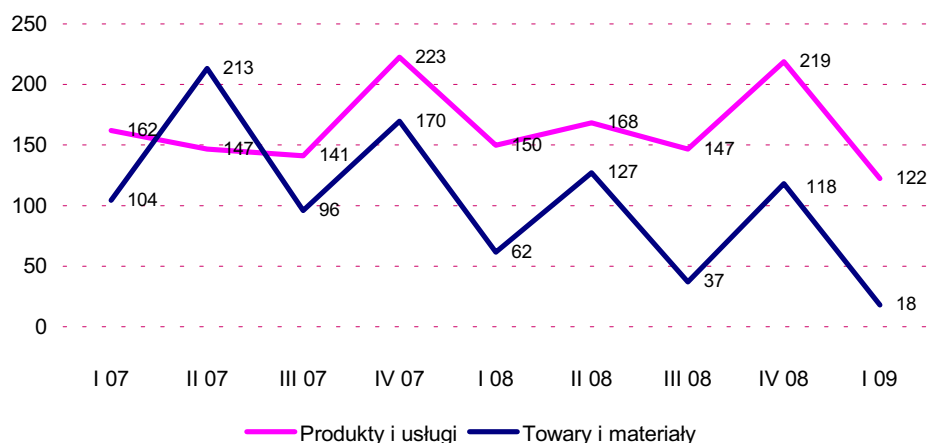
Portfel zamówień Sygnity w połowie maja wynosił 396 mln PLN na rok bieżący, a pod koniec lipca szacujemy go na ok. 500 mln PLN. Dodatkowo spółka miała ok. 100 mln PLN umów na kolejne 2 lata. Spółka podkreśla fakt, że "jakość" zamówień się poprawia, co było widoczne w I kwartale (87% to produkty i usługi własne). W majowym backlogu 67% stanowiły rozwiązania własne. Pomimo oczekiwanego spadku przychodów o 17.6% w całym 2009 roku, zysk brutto na sprzedaży spadnie tylko o 5%.

Portfel zamówień na 2009 wg sektorów



Źródło: Sygnity S.A., na dzień 15 maja 2009

Sprzedaż produktów a sprzedaż towarów



Źródło: Sygnity S.A.

Sektor finansowy

Spółka zakłada, że przychody z sektora bankowo-finansowego w całym 2009 roku spadną o 20% r/r, czyli do ok. 220 mln PLN. Biorąc pod uwagę 133 mln PLN backlogu można założyć, że przynajmniej takiego spadku przychodów należy oczekiwać w tym segmencie. Zarząd spodziewa się spowolnienia zamówień w II połowie roku. Spółka miała w I kwartale ok. 20% spadek przychodów w tym sektorze, mimo, że wcześniej zakładała, że I półrocze nie będzie aż tak słabe. Oznacza to więc zdecydowane spowolnienie uwidocznione już w I kwartale lub bardzo dobry II kwartał (wierzymy raczej w pierwszy scenariusz). Biorąc pod uwagę inercję decyzji inwestycyjnych (szczególnie w tak dużych podmiotach jak banki), wpływ kryzysu na obniżkę zamówień uderzy z większą siłą w II połowie roku.

W wielu przypadkach spółka rozwija i serwisuje systemy informatyczne, bez których trudno sobie wyobrazić funkcjonowanie przedsiębiorstwa czy instytucji. Dlatego tak drastycznego jak w tym roku spadku przychodów nie należy oczekiwać w 2010 roku (co miało zostać ścięte, zostało już w tym roku). Sygnity liczy na zlecenia podczas fuzji BPH z GE Money oraz widzi w przyszłości potencjał do upgradów w bankowości internetowej czy zaawansowanych metod oceny ryzyka. Sądzymy, że tego typu inwestycje będą przesuwane i czekały na lepsze czasy, ale kolejny rok może przynieść niewielki wzrost przychodów (do 5%).

Sektor publiczny

Sygnity zakładało na początku roku kilkuprocentowy wzrost przychodów z tego sektora. Jednak z wypowiedzi przedstawicieli spółki można się spodziewać, że będzie wyraźnie gorzej. W maju portfel zamówień wyniósł zaledwie 114 mln PLN, czyli 27% zeszłorocznej sprzedaży. Spółka liczyła na projekty współ finansowane przez UE w tym duże przetargi z MSWiA, MF, GUS. Widać jednak wyraźnie, że administracja przyjęła taktykę wyczekiwania i przesuwania.

Bardzo słaby był I kwartał, gdzie spadek przychodów wyniósł 58% r/r. Może się okazać, że w związku z dziurą budżetową, ten segment ucierpi nie mniej niż pozostałe. Dla administracji publicznej wydatki na IT nie przedstawiają takiej wartości dodanej jak np. w bankach, gdzie przynoszą wymierne korzyści. Sektor publiczny, który dał w ubiegłym roku aż 42% przychodów będzie sobie radził gorzej niż oczekiwała spółka. Jediną nadzieją jest fakt, że spółka próbuje sprzedać w ramach niższego budżetu produkty bardziej wysoko marżowe. W jakimś stopniu może to ograniczyć spadek marży z tego segmentu.

Spółka podpisała z GUSem (w konsorcjum z PTK Centertel) kontrakt za 4.7 mln PLN na przeprowadzanie próbnych spisów powszechnych za pomocą formularza elektronicznego i terminali mobilnych. Daje to realne szanse na zwycięstwo o kilkadziesiąt mln PLN ze spisu rolnego i powszechnego w latach 2010-2011. Kontrakt ten został jednak oprotestowany przez Comp Safe Suport.

Z ostatnich większych kontraktów w tym segmencie spółka podpisała również umowę z MPiPS za 12.4 mln PLN brutto (aktualizacja i modernizacja systemów) oraz z NFZ za 10.5 mln PLN (dostawa infrastruktury). Sygnity będzie też walczyć o oba projekty z MSWiA (pl.ID oraz tel.112), które powinny zostać rozstrzygnięte w tym roku, jednak o te kontrakty nie będzie łatwo (budżet obu to ok. 350 mln PLN).

Sektor utilities

Sektor utilities mocno zawodził w ostatnich dwóch latach. Cały czas spółka ma tutaj duże oczekiwania w porównaniu z rzeczywistością i zapowiedziami płynącymi z sektora. Zarząd tłumaczy to krystalizowaniem się nowych struktur skonsolidowanych grup energetycznych. Sytuacja się jednak zmienia na lepsze, co było widoczne już w I kwartale, kiedy przychody z tego sektora wzrosły o 87% r/r. Był to jednak częściowo efekt niskiej bazy (rok wcześniej przychody wyniosły zaledwie 11.3 mln PLN). Spółka liczy, że pozytywny trend utrzyma się w II półroczu i pojawią się przetargi na systemy billingowe czy na rozwiązania do zarządzanie siecią (paszportyzacji).

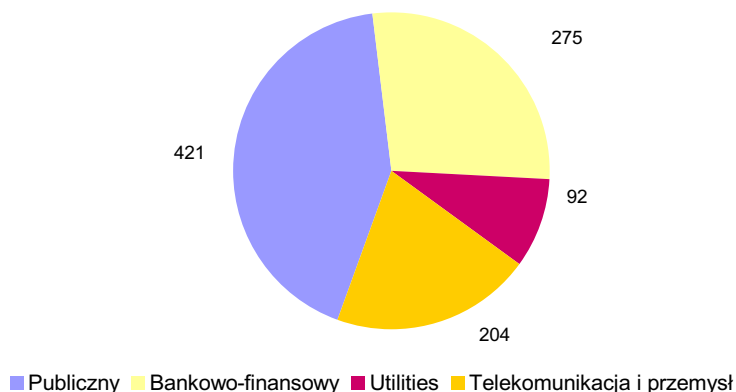
Spółka uważa się za lidera rozwiązań IT dla energetyki (duża ilość własnego softwareu) i chce chronić swoje kompetencje w tym sektorze. Segment ten pozostaje więc jedną z większych "szans", która może się ziszczyć w najbliższym czasie. Możliwe, że następuje początek dużych inwestycji w sektorze. Spółka liczy na projekty związane z podziałem na operatora i dystrybucję w energetyce i gazownictwie. Biorąc pod uwagę, że Sygnity w maju miało 65 mln PLN backlogu w tym sektorze (70% zeszłorocznych przychodów), można się spodziewać ok. 20-30% większych przychodów w tym roku.

Sektor telekomunikacji i przemysłu

Spółka wcześniej nie spodziewała się kryzysu w branży telekomunikacyjnej, jednak aktualnie widać, że TP S.A. radykalnie tnie wydatki inwestycyjne (wstrzymywane są nawet projekty rozpoczęte). Po przejściach i problemach z wykonaniem wcześniejszego kontraktu z TP S.A., Sygnity ponownie jest uważane za wiarygodnego dostawcę dla TP i liczy na wzrost przychodów od tego klienta w przyszłości. Spółka chce również walczyć o budżety innych operatorów telekomunikacyjnych, od których do tej pory niewiele zyskiwał (Exatel, Dialog). Sygnity prowadzi również rozmowy z operatorami komórkowymi.

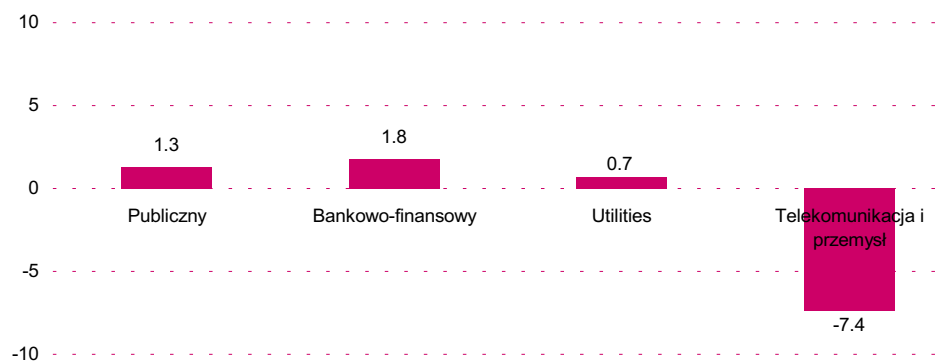
Spółka oczekuje kilkuprocentowego wzrostu sprzedaży w segmencie samej telekomunikacji. Można jednak sądzić, że w perspektywie słabszych wyników spółek telekomunikacyjnych także ten segment będzie bardziej ostrożnie podchodził do wydatków. Natomiast popyt ze strony przemysłu na pewno będzie pod wpływem spowolnienia i tak też zakłada zarząd. W sumie w segmencie telekomunikacji i przemysłu backlog wynosi 82 mln PLN w porównaniu z 204 mln PLN przychodów w 2009 roku. W I kwartale przychody spadły o 31% r/r jednak na podstawie słów przedstawicieli spółki sądzimy, że w całym roku spadek przychodów nie powinien przekroczyć 20%.

Przychody grupy Sygnity według sektorów w 2008 (mln PLN)



Źródło: Sygnity S.A.

EBIT grupy Sygnity według sektorów w 2008 (mln PLN)



Źródło: Sygnity S.A.

Perspektywa wyników

Sytuacja na rynku IT

Wprawdzie rynek IT jako całość powinien być relatywnie silniejszy od całej gospodarki po wyjściu z kryzysu, jednak w tym roku powinien się skurczyć o ok. 5%. W czasie okresu silnego pogorszenia koniunktury (co zapewne będzie miało miejsce w latach 2009-2010) redukcja w wydatków na IT w większości sektorów na pewno będzie miała miejsce. Firmy jak i rząd będą ograniczać inwestycje IT lub opóźniać wydatki ze względu na redukcje kosztów. Patrząc na cały rynek należy jednak brać pod uwagę następujące czynniki: zapotrzebowanie na oprogramowanie zwiększające wydajność i ograniczające koszty (business intelligence) może wręcz wzrosnąć w gorszych czasach, fundusze UE będą wspomagać wydatki przedsiębiorstw na IT, niektóre branże (np. energetyka) cały czas stoją przed znaczącymi inwestycjami.

Niezależnie od tych faktów trzeba pamiętać, że wydatki na IT jako całość są rosnącym rynkiem, który w dalszej perspektywie będzie zwiększał swój udział w PKB (a więc będzie rósł szybciej niż cała gospodarka). Założenie o niewielkim (ok. 5%) spadku wartości rynku w latach 2009-2010 wydaje się najbardziej prawdopodobne. Uważamy, że dopiero w roku 2011 rynek IT powróci na ścieżkę wyraźnego (5-7%) wzrostu.

Jeszcze kilka miesięcy temu uważało się, że wprawdzie sektor bankowości i przedsiębiorstw wyraźnie spowolni, to wydatki rządowe będą stabilne. Aktualnie uważa się jednak, że bardzo zły stan finansów publicznych zmusi do oszczędności wśród wszystkich resortów. To samo może mieć miejsce na szczeblu samorządowym. Dlatego w rzeczywistości tylko te sektory, które są prawie zmuszone do inwestycji (niektóre przedsiębiorstwa z utilities, projekty finansowane z UE) można uznać za niewrażliwe na koniunkturę.

Dekoniunktura po latach restrukturyzacji

Można mówić o dużym pechu w przypadku Sygnity. W latach bardzo dobrej koniunktury spółka pracowała nad restrukturyzacją. Gdy spółka wydaje się lepiej przygotowana do wzrostu, nadeszła dekoniktura. Uważamy, że bieżący rok negatywnie zaskoczy rynek. W ostatnim roku przychody spółki spadły o 17.2% ze względu na skupienie się na poprawie efektywności kosztem rozwoju. Jednak tak słaby wynik w znakomitym dla branży 2008 roku musi skłaniać do pytania o możliwości wzrostu w przyszłości. Nie wierzymy, że spółka osiągnie dodatni EBIT (po wyłączeniu jednorazowych wyników ze sprzedaży spółek zależnych) w tym roku, gdyż ciężka wydatków na IT bardziej odbiją się w II niż I półroczu.

Stale optymistyczne prognozy zarządu

Spółka na początku roku zakładała płaską dynamikę przychodów (czyli przychody na poziomie 1 mld PLN) oraz 2-3% marży EBIT (bez sprzedaży aktywów). Po wynikach I kwartału przedstawiciele zarządu byli już jednak mniej optymistyczni. Spółka obniżyła prognozę przychodów do 900 mln PLN, gdyż I kwartał był poniżej założeń i pogorszyły się perspektywy. Klienci rezygnują lub opóźniają zamówienia. W kolejnych kwartałach spółka zakłada: kilka mln PLN straty EBIT w II kwartale (bez uwzględnienia sprzedaży aktywów), niewielki zysk EBIT w III kwartale oraz duży zysk EBIT w IV kwartale. Wielu klientów działa na zasadzie prawa zamówień publicznych więc IV kwartał będzie jak zwykle czasem żniw. Jednak właśnie ze względu na kryzys gospodarczy to właśnie IV kwartał może zaskoczyć negatywnie najbardziej.

Warto zauważyć, że także w ubiegłym roku celem było 1-2% marży EBIT (z wyłączeniem jednorazówek), a skończyło się na 0%. A jeszcze w połowie roku 2007 mówiono o 8% marży EBIT. Dlatego tegoroczne oczekiwania na 2-3% uważamy za praktycznie nierealne i sądzimy, że zerowy wynik EBIT powinien być już sukcesem. Na korzyść tego roku w porównaniu z poprzednim może jedynie działać zakończenie nierentownych projektów, które obniżyły wynik w poprzednim roku.

Spółka cały czas liczy na duże projekty informatyczne w przyszłości z sektora publicznego oraz energetyki, jednak to powinno nastąpić dopiero w roku kolejnym. Sygnity zapowiada też, że po spłaceniu większości zadłużenia spółka będzie rozglądać się za potencjalnymi targetami do przejęcia. Nie byłyby one jednak o dużej wartości.

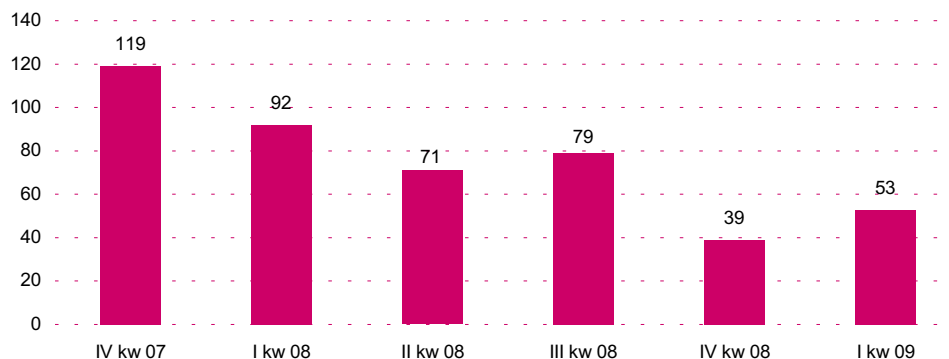
Nowa strategia w najbliższych miesiącach

Sygnity w najbliższych miesiącach przygotowuje nową strategię rozwoju. Najprawdopodobniej będzie w niej mowa o przejściu do bardziej agresywnych działań na rynku IT, w przeciwieństwie do działań nakierowanych na restrukturyzację jak w ostatnich kwartałach. Sygnity będzie miało na koniec roku ok. 40 mln PLN zadłużenia (przede wszystkim bankowego), z obsługą którego nie powinien mieć problemu. Prezes Sygnity wspominał o przejściach w dalszej perspektywie, co jednak biorąc pod uwagę dotychczasową historię Sygnity, może to być odbierane przez inwestorów jako czynnik ryzyka. Trudno z drugiej strony wyobrazić sobie dalszy rozwój spółki bez ciekawych przejęć. W strategii zarząd zapewne będzie roztaczał wizję 8% marży EBIT w dalszej przyszłości. Należy jednak mocno przypominać, że w ostatnich dwóch latach na początku roku zarząd ma na celu osiągnięcie marży 2-3% (bez one-offów), a potem negatywnie zaskakuje. Niestety w dobrym dla rynku roku zarząd skarżył się na konieczność podniesienia płac, a w słabym 2009 przeszkodą będzie rynek. Dlatego nie przywiązywaliśmy zbyt dużej wagi do obietnic dotyczących przyszłości. Temat nowej emisji dzięki której miałyby być finansowane przejęcie powinien być negatywnie odbierany przez inwestorów.

Dług zredukowany do bezpiecznych poziomów

Na koniec 2008 roku dług netto Sygnity wyniósł 39 mln PLN w porównaniu z 119 mln PLN na koniec 2007 roku. Oznacza to, że problem długu ma coraz mniejsze znaczenie. Spółka spłaciła 53.5 mln PLN z tytułu obligacji zapadających 27 lipca, co było wcześniej głównym czynnikiem ryzyka. Dzięki częściowemu zrolowaniu długu, środkiem z działalności operacyjnej i sprzedaży aktywów, spółka właściwie upora się z finansowaniem zewnętrznym. Biorąc pod uwagę, że uważa się wskaźnik dług/EBITDA poniżej dwóch za bezpieczny, sądzimy, że aktualne zadłużenie netto na poziomie ok. 45 mln PLN (na koniec I kwartału było 53 mln PLN) jest na relatywnie bezpiecznym poziomie. Sygnity aktualnie ma kredyty tylko w dwóch bankach (BRE i Pekao), które najbardziej zaufały spółce. Sądzimy, że nie powinny one ograniczać rozwoju Sygnity i pozwolą na rolowanie długu w przyszłości. Dług Sygnity powinien wynieść ok. 35-40 mln PLN na koniec tego roku. Uważamy, że temat zadłużenia zostanie w tym roku zamknięty i powróci jedynie w wypadku wyjątkowo słabych wyników operacyjnych (czego nie można wykluczyć).

Zadłużenie netto na koniec kwartałów (mln PLN)



Źródło: Sygnity S.A.

Restrukturyzacja wciąż trwa

W 2008 roku Sygnity sprzedało za 20.9 mln PLN zorganizowaną część przedsiębiorstwa zajmującą się obsługą informatyczną centrali i oddziałów NFZ, a także próbowało sprzedać spółki KPG i Geomar (pomimo podpisania umowy do transakcji nie doszło). W lipcu spółka ponownie sprzedała udziały w spółce zależnej KPG za 5.9 mln PLN. Transakcja wpłynęła korzystnie na skonsolidowany wynik operacyjny Sygnity w III kwartale, w wysokości 960 tys. PLN. Spółki geodezyjna Geomar nadal jest więc na sprzedaż i potencjalnie Sygnity mogłyby za nią uzyskać do ok. 10 mln PLN.

W II kwartale 2009 Sygnity sprzedało spółkę WEB Inn (zajmującą się outsourcingiem centrów danych) za 16 mln PLN, co ma przynieść jednorazowy EBIT na poziomie 6 mln PLN. Dodatkowo spółka sprzedała warszawską nieruchomości za 7.5 mln PLN na czym wykaże 3 mln EBIT w II kwartale. Przedstawiciele Sygnity twierdzą, że spółki sprzedawane były po wskaźnikach 5-6x EBIT. Naszym zdaniem trudno tu mówić o atrakcyjnej cenie i uzyskaniu jakichś premii za kontrolę.

Zarząd zapowiadał, że od IV kwartału 2008 spółka miała działać jako zrestrukturyzowana organizacja generująca zysk. Spółka zwolniła ponad 500 osób (z 3,255), jednak podwyżki dla pozostałych sprawiły, że koszty osobowe tylko nieznacznie spadły. Między innymi dlatego wyniki spółki są poniżej oczekiwań. Po redukcji kosztów osobowych trudno o istotny potencjał poprawy efektywności. Dlatego nie widzimy silnego drivera do poprawy wyników. Spółka sugeruje, że jeszcze zaoszczędzi kilkanaście mln PLN rocznie na przekazaniu pewnych zadań, które aktualnie robią spółki zewnętrzne własnym pracownikom.

Zakończony problem nierentownych projektów

We wcześniejszych latach Sygnity bardzo agresywnie walczyło o kontrakty doprowadzając do sytuacji, w której duże przychody generowały straty (TP S.A.) zamiast zysków. Nierentowne projekty szczęśliwie powoli się kończą. Spółka nie mogła zrezygnować z ich dokończenia, bo odstąpienie od nich mogłoby wykluczyć z zamówień publicznych lub narazić na utratę cennych klientów z sektora komercyjnego. Nieliczne umowy udało się spółce renegować. Inne spółka realizowała ponosząc straty. W rok 2009 weszła z ostatnim deficytowym projektem, który zakończy się definitywnie w II kwartale. Zwiększona koncentracja na zyskowności kontraktów spowodowała zmniejszanie przychodów w ostatnim okresie.

Możliwe przejęcia mogą stanowić czynnik ryzyka

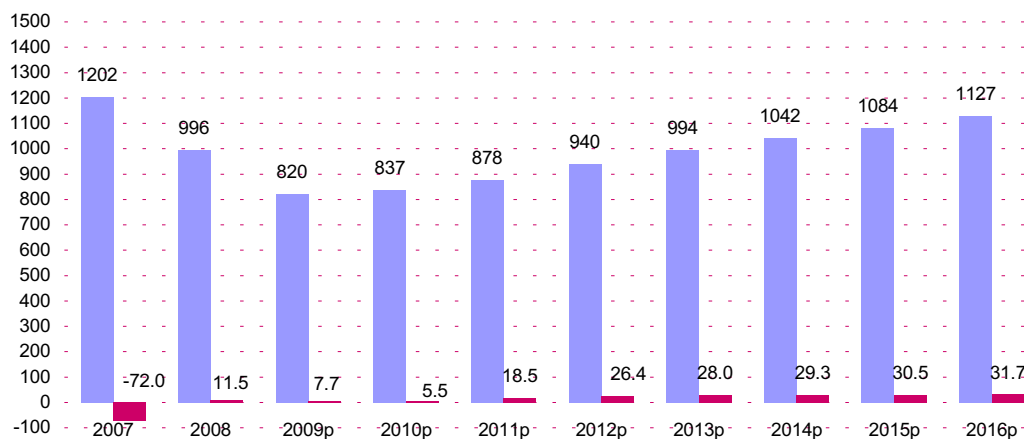
W perspektywie roku spółka chciałaby również rozejrzeć się za celami do przejęcia. Pod uwagę brana jest ekspansja zagraniczna. Kierunek, w którym spółka chciałaby się rozwijać to południowo-zachodnia część Europy. Spółka uczestniczy aktualnie we wdrożeniach we Francji i Belgii i zdobywa tam doświadczenie. Po spłaceniu dotychczasowej większości długu spółka liczy na szybszy rozwój w średnim okresie. Zarząd w przyszłości chce przekonać inwestorów, aby sfinansowali cele akwizycyjne poprzez emisję akcji lub obligacji zamiennych. Ponieważ spółka nie ma istotnego doświadczenia w przejęciach zagranicznych, takie plany są obciążone podwyższonym ryzykiem w porównaniu z innymi polskimi spółkami (Asseco, Comarch). Dodatkowo dotychczasowa historia spółki (problemy po poprzednich fuzjach) sprawiają, że inwestorzy nie podejną entuzjastycznie do agresywnych przejęć zagranicą. Zarząd spodziewa się, że w perspektywie średnioterminowej Sygnity będzie uczestniczyć w konsolidacji rynku krajowego. Według prezesa w ostatnich miesiącach zgłaszały się do pojedyncze firmy, które pytają, czy Sygnity nie jest zainteresowane ich przejęciem. Świadczy to, naszym zdaniem, o słabych perspektywach w najbliższych kwartałach. W ciągu 2-3 miesięcy Sygnity chce przygotować program akwizycji (jakiego rodzaju spółki byłyby w kręgu zainteresowań).

Perspektywa wyników finansowych

W roku 2007 grupa miała 1,201 mln PLN przychodów, natomiast w roku ubiegłym spadły one o 19.6% do 996 mln PLN. Miało to związek ze sprzedażą części biznesu (ok. 50 mln PLN) oraz rezygnacji z agresywnego zdobywania kontraktów. Oceniamy, że po bardzo słabym I kwartale, w którym przychody spadły o 33.6% w całym roku spadek wyniesie 17.6% i przychody osiągną 820 mln PLN. Oceniamy, że w kolejnym roku należy się spodziewać niewielkiego wzrostu (zakładamy 2%), gdyż większość cięć wydatków nastąpi w przedsiębiorstwach w tym roku, a korzystniejsze warunki makro zachęcą do inwestycji w IT. Odbicie przychodów zakładamy dopiero w 2011 roku na poziomie 6%, a w roku kolejnym o 8%. W długim terminie zakładamy wzrost na poziomie 4%, czyli wyraźnie niżej niż wzrost rynku, który oceniamy na 6-8% w dalszej perspektywie.

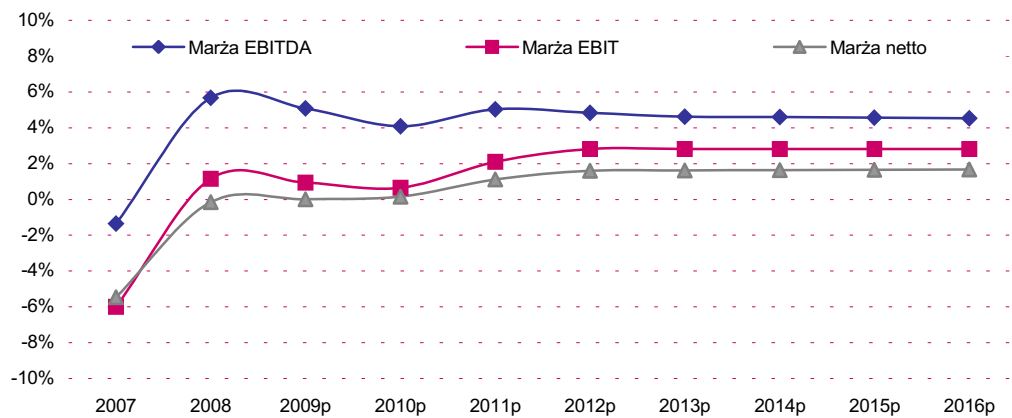
W roku 2008 wprawdzie spółka osiągnęła zysk EBIT na poziomie 11.5 mln PLN, to gdyby odjąć zysk ze sprzedaży spółek zależnych, strata wyniosłaby 4.9 mln PLN. Podobnie jest w roku bieżącym. Szacujemy, że EBIT wyniesie 7.7 mln PLN, jednak bez sprzedaży aktywów, strata EBIT wyniosłaby 4.2 mln PLN. W roku 2010 oceniamy, że przy niewielkim wzroście przychodów, zysk EBIT wyniesie 5.5 mln PLN. Można z dużym prawdopodobieństwem ocenić, że spółce będzie trudno wyjść na wyraźny plus, natomiast odchylenia in minus nie można wykluczyć. W naszych prognozach zakładamy wyraźniejszy zysk od roku 2011 wraz z silniejszym odbiciem w gospodarce. Należy jednak zauważyć, że w najbliższych kwartałach możliwa jest duża walka o kontrakty przez spółki informatyczne, co obniżyłoby marżę z nowych zleceń.

Prognozowane przychody i EBIT grupy Sygnity



Źródło: Sygnity, prognozy Millennium DM

Prognozowana wysokość marż



Źródło: Sygnity, prognozy Millennium DM

Wycena spółki

Podsumowanie wyceny

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą (spółek zagranicznych plus notowane na GPW Asseco Poland oraz Comarch). Opierając się na metodzie DCF, szacujemy wartość Sygnity na 186 mln PLN, czyli 15.6 PLN na akcję. Natomiast w oparciu o metodę porównawczą wyceniamy spółkę na 167 mln PLN (14.0 PLN na akcję). Średnia obu metod implikuje końcową wycenę na poziomie 176 mln PLN, czyli 14.8 PLN na 1 akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena Sygnity (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	186	15.6
Wycena porównawcza	167	14.0
Wycena Sygnity	176	14.8

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2009-2018,

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2009-2018,
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2018 roku na poziomie 5.0%,
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- Ze względu na typowo cykliczny charakter biznesu spółki wzięliśmy współczynnik beta na poziomie 1.1,
- Nie uwzględniamy w naszym modelu ewentualnych przyszłych przejęć
- Zakładamy silne spowolnienie rynku IT w latach 2009-2010 (odpowiednio -5% i 0% dynamiki rocznej) i powrót na ścieżkę szybszego wzrostu (10%) w roku 2011, a w latach kolejnych 8%

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	>2018
sprzedaż	820.2	836.6	878.4	939.9	994.4	1 042	1 084	1 127	1 167	1 202	
EBIT (1-T)	6.3	4.5	15.0	21.4	22.7	23.8	24.7	25.7	26.6	27.4	
amortyzacja	34.0	28.6	25.7	19.0	17.9	18.6	19.0	19.3	19.5	19.6	
inwestycje	-15.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	
zmiana kap.obrotowego	29.3	-2.6	-6.7	-9.9	-8.8	-7.7	-6.7	-7.0	-6.3	-5.6	
FCF	54.6	10.5	14.0	10.5	11.8	14.6	17.0	18.0	19.7	21.4	256.6
zmiana FCF		-80.9%	33.8%	-24.8%	12.7%	23.6%	16.1%	6.0%	9.4%	8.5%	2.0%
dług/kapitał	10.6%	2.5%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
stopa wolna od ryzyka	4.1%	4.2%	4.8%	5.0%	5.2%	5.4%	5.5%	5.6%	5.6%	5.8%	5.0%
premia kredytowa	3.0%	2.0%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
koszt długu	7.1%	6.2%	6.8%	6.5%	6.7%	6.9%	7.0%	7.1%	7.1%	7.3%	6.5%
koszt kapitału	9.6%	9.7%	10.3%	10.5%	10.7%	10.9%	11.0%	11.1%	11.1%	11.3%	10.5%
WACC	9.2%	9.6%	10.2%	10.5%	10.7%	10.9%	11.0%	11.1%	11.1%	11.3%	10.5%
PV (FCF)	53	9	11	8	8	8	9	8	8	8	95
wartość DCF (mln PLN)	224.7	w tym wartość rezydualna				95					
dług (-)/gotówka(+) netto	-39.1										
wycena DCF (mln PLN)	185.6										
Liczba akcji (mln)	11.9										
wycena 1 akcji (PLN)	15.6										

Źródło: Millennium DM

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na w/w parametry.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

stopa R_f rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
4.0%	15.1	15.5	16.1	16.7	17.4	18.2	19.1
4.5%	14.7	15.1	15.6	16.1	16.7	17.4	18.2
5.0%	14.3	14.7	15.1	15.6	16.2	16.8	17.5
5.5%	14.0	14.4	14.7	15.2	15.7	16.2	16.8
6.0%	13.7	14.0	14.4	14.8	15.2	15.7	16.2

Źródło: Millennium DM

Opierając się na metodzie DCF, szacujemy wartość Sygnity na 186 mln PLN, czyli 15.6 PLN na akcję.

Wycena metodą porównawczą

Do grupy porównawczej wybraliśmy duże zagraniczne spółki IT, których produkty i usługi są również sprzedawane na rynku polskim. Ze spółek polskich wybraliśmy największe spółki informatyczne notowane na GPW: Asseco Poland i Comarch. Do określenia wartości spółki użyliśmy wskaźników: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E i przyjęliśmy równe wagi dla każdego z nich.

Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2009p	2010p	2011p	2009p	2010p	2011p	2009p	2010p	2011p
MICROSOFT CORP MSFT	8.3	7.8	7.1	9.5	9.6	9.2	14.2	13.2	11.5
ORACLE CORP ORCL	10.3	9.3	8.5	12.7	10.4	9.5	19.8	14.4	13.0
SAP AG SAP	12.1	10.8	9.8	14.2	12.1	11.1	19.9	16.9	15.3
ACCENTURE LTD-CL A ACN	6.5	6.5	6.0	7.6	7.6	7.4	12.8	12.8	12.2
CAP GEMINI SA CAP	5.4	5.0	4.4	7.6	6.8	5.9	13.7	11.7	10.3
INDRA SISTEMAS SA IDR	8.6	8.2	7.6	9.7	9.2	8.9	14.1	13.1	11.9
ATOS ORIGIN SA ATO	5.5	5.1	4.6	11.9	9.0	7.3	15.5	12.1	10.0
TIETOENATOR OYJ TIE1V	6.2	5.3	4.7	11.4	8.3	7.1	14.1	11.0	9.1
ASSECO POLAND SGN	5.9	5.7	5.6	6.9	6.7	6.5	12.5	12.4	11.7
COMARCH SA CMR	6.1	5.2	4.5	10.3	9.4	7.7	15.6	11.6	9.6
Mediana	6.4	6.1	5.8	10.0	9.1	7.5	14.2	12.6	11.6
Wyniki spółki (mln PLN)	42	34	44	8	0	18	0	1	10
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)	275	225	282	87	-	165	-	-	114
Wycena grupy Sygnity	167								
Wycena 1 akcji (PLN)	14.0								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Opierając się na metodzie porównawczej, szacujemy wartość grupy Sygnity na 167 mln PLN, czyli 14.0 PLN na akcję.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
przychody netto ze sprzedaży	1 201.9	995.7	820.2	836.6	878.4	939.9
Koszty wytworzenia	-1 051.0	-809.6	-632.7	-637.0	-660.1	-706.3
Koszty sprzedaży	-74.6	-64.8	-62.1	-63.4	-66.5	-71.2
Koszty ogólnego zarządu	-160.1	-126.2	-130.7	-130.7	-133.3	-136.0
Żysk (strata) na sprzedaży	-83.8	-4.9	-5.4	5.5	18.5	26.4
Pozostała działalność operacyjna	11.8	16.4	13.1	0.0	0.0	0.0
EBITDA	-16.3	56.5	41.8	34.1	44.2	45.4
EBIT	-72.0	11.5	7.7	5.5	18.5	26.4
saldo finansowe	-13.2	-9.0	-7.5	-3.5	-3.3	-3.1
zysk przed opodatkowaniem	-85.2	2.5	0.2	2.0	15.2	23.3
podatek dochodowy	4.0	-4.1	0.0	-0.4	-2.9	-4.4
zysk netto	-65.7	-1.5	0.1	1.3	9.8	15.1
EPS	-8.2	-0.1	0.0	0.1	0.8	1.3

Bilans (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
aktywa trwałe	318.5	280.3	261.3	252.6	246.9	247.9
wartości niematerialne i prawne	91.8	69.8	47.5	32.3	21.9	19.8
rzeczowe aktywa trwałe	42.2	31.5	34.8	41.4	46.0	49.2
inwestycje długoterminowe	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
aktywa obrotowe	544.0	492.3	498.7	512.8	538.8	568.2
zapasy	71.6	42.7	41.7	42.5	44.7	47.8
należności	407.9	316.3	295.3	301.2	316.2	338.4
inwestycje krótkoterminowe	61.1	127.4	155.9	163.2	172.0	176.2
rozliczenia międzyokresowe	3.4	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
aktywa razem	862.4	772.6	760.0	765.4	785.7	816.2
kapitał własny	343.5	372.1	372.2	373.6	383.4	398.5
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	515.8	397.2	384.4	388.5	399.0	414.4
zobowiązania długoterminowe	32.0	30.2	30.2	30.2	30.2	30.2
zobowiązania krótkoterminowe	483.9	316.9	304.1	308.2	318.7	334.1
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	16.8	50.1	50.1	50.1	50.1	50.1
pasywa razem	862.4	772.6	760.0	765.4	785.7	816.2
BVPS	43.1	31.3	31.3	31.4	32.3	33.5

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
wynik netto	-65.7	-1.5	0.1	1.3	9.8	15.1
amortyzacja	55.7	45.0	34.0	28.6	25.7	19.0
zmiana kapitału obrotowego	-50.2	-165.6	29.3	-2.6	-6.7	-9.9
gotówka z działalności operacyjnej	-4.7	43.4	63.5	27.3	28.8	24.2
inwestycje (capex)	-31.3	-20.1	-15.0	-20.0	-20.0	-20.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-6.4	28.7	-15.0	-20.0	-20.0	-20.0
wypłata dywidendy	-10.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	10.3	30.2	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	20.8	-12.1	-20.0	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	4.8	-37.9	-20.0	0.0	0.0	0.0
FCF	-91.4	-142.2	48.5	7.3	8.8	4.2
DPS	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CEPS	-1.3	3.7	2.9	2.5	3.0	2.9
FCFPS	-11.5	-12.0	4.1	0.6	0.7	0.4

Wskaźniki (%)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
zmiana sprzedaży	29.6	-17.2	-17.6	2.0	5.0	7.0
zmiana EBITDA	-129.6	-446.2	-26.1	-18.3	29.6	2.7
zmiana EBIT	439.4	-116.0	-32.7	-28.8	235.7	43.1
zmiana zysku netto	138.0	-97.7	-109.7	794.9	651.6	53.8
marża EBITDA	-1.4	5.7	5.1	4.1	5.0	4.8
marża EBIT	-6.0	1.2	0.9	0.7	2.1	2.8
marża netto	-5.5	-0.2	0.0	0.2	1.1	1.6
sprzedaż/aktywa	139.4	128.9	107.9	109.3	111.8	115.2
dług / kapitał własny	28.8	31.7	26.3	20.9	20.9	20.3
odsetki / EBIT	18.3	-78.3	-97.1	-63.4	-18.0	-11.8
stopa podatkowa	4.7	164.0	19.0	19.0	19.0	19.0
ROE	-10.1	-0.2	0.0	0.2	1.3	1.9
ROA	-6.7	-0.2	0.0	0.2	1.3	1.9
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-57.7	-39.1	9.4	16.7	25.5	29.7

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Radosław Łukaszczuk
+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Łukasz Kołaczkowski
+22 598 26 59
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Marcin Deręgowski
+22 598 26 05
marcin.deręgowski@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, handel

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Analityk
przemysł drzewny i materiałów budowlanych,
motoryzacja, energetyka

Analityk
media, farmaceutyki
przemysł spożywczy, elektromaszynowy

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Analityk
sektor budowlany, developerzy

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Krzysztof Solus
+22 598 26 66/7
krzysztof.solus@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Robert Wiaderny
+22 598 26 79
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytuła@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Dyrektor

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.
Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Sygnity, Wielton od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NF1, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN, Śrubex, Ciech, Sygnity, Wielton, Ergis. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Sky Line, Konsorcjum Stali, Warfama, Kopex, Yawal od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby Klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochoowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2009 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	4	11%
Akumuluj	12	34%
Neutralnie	10	29%
Redukuj	6	17%
Sprzedaj	3	9%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A.

świadczą usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*		
Kupuj	5	17%
Akumuluj	9	30%
Neutralnie	9	30%
Redukuj	6	20%
Sprzedaj	1	3%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora