

Ambitne cele do osiągnięcia za 2 lata

Zarząd Sygnity przedstawił szacunki wyników finansowych grupy na rok 2012. Zarząd szacuje osiągnięcie przez Sygnity do 2012 roku:

- poziomu rentowności EBIT 5-7%,
- zwiększenie przychodów do 650-700 mln PLN.

Wyniki te mają być osiągnięte dzięki następującym głównym celom operacyjnym:

- koncentracji na trzech kluczowych sektorach rynku (bankowo-finansowy, publiczny oraz utilities) i wybranej grupie klientów,
- wprowadzeniu na rynek dedykowanej oferty dla małych i średnich firm,
- wprowadzeniu nowych modeli obsługi klientów jako model operatorski czy pay-per-user,
- intensywnemu rozwojowi technologii także w kierunku rynku B2C.

Zarząd Sygnity będzie monitorował wykonanie zaprezentowanych danych w oparciu o aktualne szacunki wyników finansowych grupy Sygnity. Ocena możliwości realizacji szacowanych wyników będzie odbywała się w okresach kwartalnych i półrocznych tj. wraz z przekazaniem do publicznej wiadomości odpowiedniego raportu okresowego. Ewentualne zmiany wykraczające o co najmniej 10% w/w wyników będą przekazywane do publicznej wiadomości w trybie raportu bieżącego.

Według szacunków zarządu spółka miałaby osiągnąć 32-49 mln PLN zysku EBIT w roku 2012 (w 2011 roku EBIT miałby wynieść kilka mln PLN). Osiągnięcie takiego wyniku byłoby niezaprzeczalnie dużym sukcesem dla spółki. Ostatni raz taki poziom zysków grupa miała w 2005 roku, a zyskowność operacyjną powyżej 5% w roku 2004. Jeśli Sygnity rzeczywiście osiągnęłyby planowane wyniki, wzrost kursu mógłby być bardzo znaczący. W latach 2004-2005 kapitalizacja grupy wahała się w okolicach 700 mln PLN. Nie sądzimy jednak, aby nawet gdyby takie wyniki zostały osiągnięte, kurs miałby wzrosnąć prawie 3.5 krotnie (aktualna kapitalizacja to ok. 185 mln PLN). Można jednak spokojnie założyć, że już osiągnięcie 30-35 mln PLN EBIT dałoby prawdopodobnie 50-100% wzrostu kursu akcji.

Rynek nie wierzy w pełni w wiarygodność tej prognozy. Nic dziwnego, biorąc pod uwagę zapowiedzi w przeszłości i niedotrzymywanie prognoz. Z drugiej strony na pewno część inwestorów bierze prognozę zarządu jako realną możliwość, gdyż kurs Sygnity wzrósł od lutego o 1/3. Cena akcji zareagowała więc na optymistyczne cele, ale gdyby rzeczywiście się zmaterializowały, potencjał do wzrostu kursu cały czas istnieje. Jakie są więc przesłanki, że Sygnity rzeczywiście pokaże obiecane wyniki ?

Za i przeciw wiarygodności prognoz

Przeciwko osiągnięciu prognozowanych wyników świadczą:

- Dotychczasowy brak wiarygodności spółki**

Poprzedni zarząd wielokrotnie zawodził inwestorów. Obietnice z początku roku 2008 oraz 2009 mocno miały się z rzeczywistymi wynikami. Zarząd dokonał olbrzymich odpisów w roku 2009, choć wcześniej twierdził, że nierentowny kontrakt obniżał wyniki bieżące spółki. Spółka pokazywała straty w kolejnych kwartałach oraz notorycznie miała 5% rentownością operacyjną w przyszłości. Trudno powiedzieć czy zarząd celowo wprowadzał w błąd czy rzeczywiście prezes sam nie potrafił przewidzieć co się będzie działo w spółce nawet w krótkiej perspektywie. Nie można też dokładnie stwierdzić jakie były motywy takiego działania.

❑ Sprzedaż akcji przez insiderów

7 lipca, 2 tygodnie po upublicznieniu prognozy na 2012 rok, jeden z głównych akcjonariuszy (BB Investment) sprzedał 600 000 akcji spółki dających prawo do 5.05% głosów na WZA (udział tego akcjonariusza spadł z 6.73%). Cena sprzedaży (w 3 transakcjach pakietowych) wyniosła 13 PLN za akcję i była w tym dniu o 8.5% niższa niż cena rynkowa. Interpretujemy to zdarzenie jako swego rodzaju brak wiary dotychczas jednego z głównych akcjonariuszy w poprawę sytuacji w spółce.

Dodatkowo akcje sprzedawał członek rady nadzorczej (najprawdopodobniej Tomasz Sielicki, który sprzedał 22 000 akcji w II kwartale). W sumie transakcje sprzedaży opiewały na 60 000 akcji, a cena w transakcjach wahała się w przedziale 13.5-17 PLN. Sprzedaż akcji przez jednego z współzałożycieli spółki również jest sygnałem mogącym podważać wiarygodność optymistycznych prognoz zarządu.

Oczywiście w obu przypadkach sprzedaż akcji można tłumaczyć innymi czynnikami. Biorąc jednak pod uwagę rzeczywiście bardzo duży potencjał wzrostu cen akcji w wypadku dotrzymania prognoz, nie sądzimy aby ktokolwiek, kto wierzy w ich realizację sprzedawał akcje po 13-15 PLN. Wiedza insiderów na temat możliwości realizacji prognoz jest na pewno dużo większa niż pozostałych akcjonariuszy mniejszościowych.

Argumentami zwiększającymi wiarygodność prognozowanych wyników są:

❑ Nowy zarząd

Prezes wygląda na pewnego siebie jeżeli chodzi o możliwość znaczącej poprawy wyników. Twierdzi, że wdrożono system budżetowania, który pozwoli lepiej planować biznes i dostosowywać koszty do oczekiwanych przychodów. Dzięki temu ewentualne zwolnienia czy inne prace dostosowawcze nie będą miały miejsca po pokazaniu strat, lecz będą działaniami wyprzedzającymi. Baza kosztowa ma być obniżona w przyszłym roku o co najmniej 30 mln PLN (słyszeliśmy to już od poprzedniego zarządu odnośnie roku 2010 - teraz czekamy na fakty).

Oprócz skupienia się na 3 segmentach (finansowym, utilities i publicznym) o czym też już słyszeliśmy od poprzedników, nowy zarząd chce wchodzić w nowe obszary wzrostu. Na podstawie globalnych tendencji Sygnity chce wchodzić w usługi hostingu aplikacji i infrastruktury oraz BPO (business process outsourcing). Aktualnie spółka nie jest obecna w tych obszarach, a gwarantem sukcesu tych projektów mają być sam prezes (mający doświadczenie w tym obszarze pracując wcześniej w McKinsey) oraz nowi pracownicy zatrudnieni przez nowego prezesa. W 2012 nowe obszary miałyby przynosić 12-22% przychodów grupy.

Do zarządu weszła również nowa CFO Ilona Weiss, która między innymi będzie odpowiadać za właściwe budżetowanie i controlling w spółce. Można sądzić, że zarówno nowy prezes spółki jak i nowa CFO nie będą chcieli przejmować na siebie opinii o dotychczasowym Sygnity. Ich dotychczasowa kariera sugeruje raczej, że będą starali okazać się osobami wiarygodnymi. Tym mocniej muszą brzmieć zapewnienia o bardzo silnym przekonaniu, że cel powyżej 30 mln PLN EBIT w 2012 to nie jest cel marzeń, ale scenariusz o prawdopodobieństwie powyżej 70%.

❑ Powolna poprawa pod względem cashowym

Spółce w ciągu roku udało się wygenerować 34 mln PLN gotówki (licząc na koniec II kwartału 2009 i 2010). Oczywiście znacząca część jest niepowtarzalna (wynika ze zmniejszenia majątku obrotowego), jednak sprawia, że dług przestaje powoli być większym problemem. Sygnity cały czas generuje też gotówkę dzięki wysokiej amortyzacji (w tym roku na poziomie ok. 28 mln PLN). Zarząd zapowiada, że nowe projekty w Sygnity nie będą kapitałochłonne (zakłada brak CAPEXu związanego z nimi). Poprawa w sytuacji gotówkowej cieszy, jednak, aby spółka wygenerowała kolejnych 30 mln PLN w następnych 12 miesiącach niezbędny będzie poziom EBIT zbliżony do zera. Poprawa w najbliższych kwartałach jest warunkiem niezbędnym, aby uwierzyć w możliwość osiągnięcia celów 2012 roku.

Backlog

Portfel zamówień Grupy Sygnity na rok 2010 wynosił we wrześniu 466 mln PLN. Biorąc pod uwagę 223 mln PLN w I półroczu, na kolejne 2 kwartały spółka miała zapewnione 243 mln PLN w portfelu. W tym samym okresie 2009 Sygnity miało 500 mln PLN (282 mln PLN pokazane było w I półroczu a więc na II półrocze zostało 218 mln PLN). Oznacza to niewielką poprawę perspektyw II półrocza pod względem przychodów, jednak co również istotne przychody te prawdopodobnie będą bardziej marżowe (spółka ogranicza przychody z towarów). Oznacza to duże szanse, że II półrocze będzie lepsze pod względem wyników niż II połowa 2009.

Dodatkowo Sygnity posiada zamówienia na projekty w roku 2011 o wartości blisko 150 mln PLN. Rok temu portfel zamówień na rok 2010 wynosił 100 mln PLN. Te liczby oznaczają więc potencjalną poprawę w roku przyszłym, choć nie należy wyciągać zbyt daleko idących wniosków. Nieznaczna (ok. 5%) poprawa to naszym zdaniem przyszlóroczna dynamika przychodów.

Perspektywy wyników

Jeszcze pod koniec sierpnia prezes Sygnity zapowiadał, że strata w całym 2010 roku "nie będzie wyższa niż kilkanaście milionów złotych". W ostatnim wywiadzie dla "Parkietu" mowa jest już o stracie mniejszej o 75-80% niż w 2009 roku, co oznaczałoby stratę 20-25 mln PLN. Można więc na razie stwierdzić z dużym prawdopodobieństwem, że strata będzie w przedziale 20-30 mln PLN. W III kwartale spółka ma zanotować stratę zbliżoną do II kwartału, choć nieco mniejszą (czyli ok. 11-13 mln PLN). Przychody powinny być nieco niższe od zeszłorocznych 120-125 mln PLN.

Zysk w IV kwartale ma jednak być większy niż strata w III i cała II połowa ma się zakończyć na plusie. Strata w 2010 roku będzie więc znacznie większa niż prognozowaliśmy na początku tego roku. Poprzedni zarząd mówił o redukcji kosztów na poziomie ok. 40 mln PLN w tym roku, co sugerowało jednocyfrową stratę w roku bieżącym.

Można więc mówić, że sytuacja jest aktualnie analogiczna do tej sprzed roku. W tym roku wyniki jeszcze mają być słabe, ale w następnym, dzięki redukcji kosztów wynik będzie w okolicach zera (spółka mówi o dodatnim wyniku w roku 2011). W przyszłym roku jest szansa na odbicie w sektorach utilities oraz bankowo finansowym, natomiast sektor publiczny cały czas jest niepewny. Kluczowe będzie to czy spółce uda się uzyskać zbliżone przychody po zwolnieniu ok. 400 pracowników. Dodatkowe oszczędności ma przynieść centrum zakupów. Spółka na bieżąco będzie dostosowywać koszty do planowanych przychodów.

Sądzymy, że pierwszym kwartałem testowym będzie już I kwartał 2011, w którym strata nie może przekroczyć 10 mln PLN. Dobrym zwiastunem byłby również silny IV kwartał. Jeśli zwolnione osoby rozstały się ze spółką w II i III kwartale, to oszczędności powinny być widoczne już w IV kwartale. Dlatego naszym zdaniem już wtedy EBIT powinien być lepszy o kilka mln PLN niż w IV kwartale 2009 (kiedy wyniósł 11.3 mln PLN).

Prognoza wyników kwartalnych Sygnity

	III kw. 2009	III kw. 2010	zmiana	I-III kw. 2009	I-III kw. 2010	zmiana
Przychody	126.9	121.5	-4.3%	408.4	344.3	-15.7%
EBITDA	4.6	-2.4	-	-79.9	-19.0	-76.2%
EBIT	-4.5	-9.4	108.9%	-106.1	-40.5	-61.8%
Zysk netto	-3.7	-9.6	159.5%	-96.3	-40.3	-58.2%

Marże

Marża EBITDA	-3.5%	-7.7%		-26.0%	-11.8%	
Marża EBIT	3.6%	-2.0%		-19.6%	-5.5%	
Marża netto	-2.9%	-7.9%		-23.6%	-11.7%	

Źródło: Sygnity S.A., prognozy Millennium DM

Nastawienie inwestycyjne

Wyniki finansowe w 2010 roku będą wyraźnie słabsze niż prognozy z naszej ostatniej rekomendacji. Pozytywem są natomiast zmiany w zarządzie, pierwsze jego działania oraz optymistyczne obietnice. Sądzymy, że szansa na zredukowanie kosztów i osiągnięcie wyniku blisko zera w przyszłym roku jest relatywnie wysoka (według zarządu odpowiednie redukcje kosztów są już właściwie zrobione). Dużo mniej realne jest naszym zdaniem doprowadzenie do 30-50 mln PLN EBIT w 2012 roku, gdyż opiera się na wchodzeniu w nowe obszary, co zawsze jest trudniejsze do przewidzenia. Wprawdzie więc zakładamy w naszym modelu silną poprawę w przyszłości, to i tak oczekujemy EBIT na poziomie 21.6 mln PLN w roku 2012. W związku ze zdecydowaną poprawą oczekiwań w przyszłości podnosimy naszą wycenę z 11.2 PLN, do 18.0 PLN oraz rekomendację ze sprzedaj do akumuluj. Podkreślamy jednak, że ponieważ dobrych wyników można oczekiwać dopiero w 2012 roku, akcje spółki mają zdecydowanie podwyższone ryzyko.

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 270 mln PLN, czyli 22.7 PLN na akcję. Natomiast w oparciu o metodę porównawczą wyceniamy spółkę na 110 mln PLN (9.2 PLN na akcję). Ponieważ spółka jest cały czas restrukturyzowana i w krótkim terminie będzie ponosić straty, wycena porównawcza jest naszym zdaniem mocno zaniżona. Z tego powodu dajemy jej wagę 35%, a wycenie DCF wagę 65%. Średnia ważona obu metod implikuje końcową wycenę na poziomie 214 mln PLN, czyli 18.0 PLN na 1 akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena Sygnity (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	270	22.7
Wycena porównawcza	110	9.2
Wycena Sygnity	214	18.0

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2010-2019,

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

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2010-2019,
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2019 roku na poziomie 5.0%,
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- Ze względu na podwyższone ryzyko inwestycji w restrukturyzowaną spółkę beta na poziomie 1.1,
- Nie uwzględniamy w naszym modelu ewentualnych przyszłych przejęć
- Zakładamy osiągnięcie planowanej redukcji kosztów na poziomie 30 mln PLN w roku kolejnym oraz powolną poprawę efektywnościową w latach kolejnych. Założenia są więc wyraźnie mniej optymistyczne niż plany zarządu

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	>2019
sprzedaż	514.7	540.4	578.2	611.8	641.1	666.8	693.5	717.7	739.3	761.4	
EBIT (1-T)	-22.8	4.7	17.5	23.5	28.0	31.8	35.0	37.0	38.8	40.7	
amortyzacja	27.6	21.6	20.2	19.8	19.4	19.1	17.1	17.1	17.0	17.0	
inwestycje	-12.0	-16.0	-16.0	-16.0	-16.0	-16.0	-16.0	-16.0	-16.0	-16.0	
zmiana kap.obrotowego	18.8	-4.1	-6.0	-5.3	-4.7	-4.1	-4.2	-3.8	-3.4	-3.5	
FCF	11.7	6.1	15.7	21.9	26.7	30.8	31.9	34.2	36.4	38.2	457.8
zmiana FCF		-47.3%	154.7%	40.1%	21.8%	15.3%	3.4%	7.4%	6.4%	4.8%	2.0%
dług/kapitał	12.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
stopa wolna od ryzyka	4.5%	4.5%	5.1%	5.3%	5.4%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%	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	7.5%	6.5%	7.1%	6.8%	6.9%	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%	7.6%	6.5%
koszt kapitału	10.0%	10.0%	10.6%	10.8%	10.9%	11.2%	11.3%	11.4%	11.5%	11.6%	10.5%
WACC	9.5%	9.8%	10.6%	10.8%	10.9%	11.2%	11.3%	11.4%	11.5%	11.6%	10.5%
PV (FCF)	11	6	13	16	17	18	16	16	15	14	168
wartość DCF (mln PLN)	309.5						w tym wartość rezydualna	168			
dług (-)/gotówka(+) netto	-39.1										
wycena DCF (mln PLN)	270.4										
Liczba akcji (mln)	11.9										
wycena 1 akcji (PLN)	22.7										

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

PLN	stopa R _r rezydualna	rezydualna stopa wzrostu							
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	
	4.0%	21.8	22.6	23.6	24.6	25.9	27.3	28.9	
	4.5%	21.1	21.8	22.7	23.6	24.7	25.9	27.4	
	5.0%	20.5	21.1	21.9	22.7	23.7	24.8	26.0	
	5.5%	19.9	20.5	21.2	22.0	22.8	23.8	24.9	
	6.0%	19.4	19.9	20.6	21.3	22.0	22.9	23.9	

Źródło: Millennium DM

Opierając się na metodzie DCF, szacujemy wartość Sygnity na 270 mln PLN, czyli 22.7 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		
	2010p	2011p	2012p	2010p	2011p	2012p	2010p	2011p	2012p
MICROSOFT CORP MSFT	6.1	5.7	5.3	6.8	6.2	5.7	10.4	9.5	8.8
ORACLE CORP ORCL	8.6	8.0	7.4	9.3	8.5	7.6	14.0	13.0	11.4
SAP AG SAP	10.9	9.5	8.6	12.2	10.6	9.5	18.0	15.5	13.8
ACCENTURE LTD-CL A ACN	7.3	6.9	6.5	8.4	7.9	7.6	15.2	14.0	13.1
CAP GEMINI SA CAP	6.2	5.1	4.6	8.4	6.6	5.8	17.5	12.8	11.0
INDRA SISTEMAS SA IDR	7.0	6.7	6.2	8.0	7.6	7.0	11.1	10.7	9.9
ATOS ORIGIN SA ATO	4.6	4.2	3.8	8.2	6.6	6.0	11.2	9.3	8.3
TIETOENATOR OYJ TIE1V	6.2	5.4	5.0	10.2	8.0	7.2	13.2	10.7	9.6
ASSECO POLAND SGN	6.2	5.7	5.7	7.7	7.0	6.9	10.5	11.1	10.5
COMARCH SA CMR	7.0	5.5	4.8	13.4	9.1	7.6	16.1	13.8	10.9
Mediana	6.6	5.7	5.5	8.4	7.7	7.1	13.6	11.9	10.7
Wyniki spółki (mln PLN)	1.8	27.3	41.7	-25.8	5.8	21.6	-28.9	1.8	12.1

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	17	166	243	-	56	167	-	21	129
--	----	-----	-----	---	----	-----	---	----	-----

Wycena grupy Sygnity 110

Wycena 1 akcji (PLN) 9.2

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Opierając się na metodzie porównawczej, szacujemy wartość grupy Sygnity na 110 mln PLN, czyli 9.2 PLN na akcję.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
przychody netto ze sprzedaży	995.7	563.2	514.7	540.4	578.2	611.8
Koszty wytworzenia	-809.6	-498.9	-400.5	-406.5	-425.9	-449.7
Koszty sprzedaży	-64.8	-55.2	-29.2	-29.2	-29.8	-31.2
Koszty ogólnego zarządu	-126.2	-128.6	-110.0	-99.0	-101.0	-102.0
Zysk (strata) na sprzedaży	-4.9	-119.5	-25.0	5.8	21.6	29.0
Pozostała działalność operacyjna	16.4	15.8	-0.8	0.0	0.0	0.0
EBITDA	56.5	-69.1	1.8	27.3	41.7	48.7
EBIT	11.5	-103.7	-25.8	5.8	21.6	29.0
saldo finansowe	-9.0	-7.4	-7.0	-3.0	-2.9	-2.7
zysk przed opodatkowaniem	2.5	-111.1	-32.8	2.7	18.6	26.3
podatek dochodowy	-4.1	6.7	3.9	-0.5	-3.5	-5.0
zysk netto	-1.5	-104.5	-28.9	1.8	12.1	17.0
EPS	-0.1	-8.8	-2.4	0.1	1.0	1.4

Bilans (mln PLN)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
aktywa trwałe	280.3	252.6	237.0	231.4	227.2	223.4
wartości niematerialne i prawne	69.8	51.5	49.4	42.0	37.8	34.0
rzeczowe aktywa trwałe	31.5	19.9	6.3	8.2	8.2	8.2
inwestycje długoterminowe	2.4	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
aktywa obrotowe	492.3	283.9	264.7	276.1	298.3	324.3
zapasy	42.7	20.2	18.5	19.4	20.7	21.9
należności	316.3	168.8	144.1	151.3	161.9	171.3
inwestycje krótkoterminowe	127.4	92.1	99.3	102.6	112.8	128.3
rozliczenia międzyokresowe	5.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
aktywa razem	772.6	536.5	501.6	507.5	525.5	547.8
kapitał własny	372.1	268.1	239.2	241.0	253.0	270.0
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	397.2	266.3	260.4	264.4	270.4	275.6
zobowiązania długoterminowe	30.2	21.2	22.9	22.9	22.9	22.9
zobowiązania krótkoterminowe	316.9	166.1	158.5	162.5	168.5	173.7
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	50.1	79.0	79.0	79.0	79.0	79.0
pasywa razem	772.6	536.5	501.6	507.5	525.5	547.8
BVPS	31.3	22.6	20.1	20.3	21.3	22.7

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
wynik netto	-1.5	-104.5	-28.9	1.8	12.1	17.0
amortyzacja	45.0	34.6	27.6	21.6	20.2	19.8
zmiana kapitału obrotowego	-165.6	60.9	18.8	-4.1	-6.0	-5.3
gotówka z działalności operacyjnej	43.4	4.9	17.5	19.3	26.3	31.5
inwestycje (capex)	-20.1	-7.1	-12.0	-16.0	-16.0	-16.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	28.7	20.6	-12.0	-16.0	-16.0	-16.0
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	30.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-12.1	-29.3	0.0	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	-37.9	-41.8	1.7	0.0	0.0	0.0
FCF	-142.2	-16.1	5.5	3.3	10.3	15.5
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CEPS	3.7	-5.9	-0.1	2.0	2.7	3.1
FCFPS	-12.0	-1.4	0.5	0.3	0.9	1.3

Wskaźniki (%)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
zmiana sprzedaży	-17.2	-43.4	-8.6	5.0	7.0	5.8
zmiana EBITDA	-446.2	-222.3	-102.6	1410.2	52.8	16.8
zmiana EBIT	-116.0	-1001.7	-75.1	-122.3	275.0	34.3
zmiana zysku netto	-97.7	6866.7	-72.3	-106.1	579.9	41.0
marża EBITDA	5.7	-12.3	0.4	5.1	7.2	8.0
marża EBIT	1.2	-18.4	-5.0	1.1	3.7	4.7
marża netto	-0.2	-18.6	-5.6	0.3	2.1	2.8
sprzedaż/aktywa	128.9	105.0	102.6	106.5	110.0	111.7
dług / kapitał własny	31.7	26.3	25.0	28.7	28.5	27.1
odsetki / EBIT	-78.3	7.1	27.1	-52.4	-13.6	-9.3
stopa podatkowa	164.0	6.0	11.9	19.0	19.0	19.0
ROE	-0.4	-32.6	-11.4	0.7	4.9	6.5
ROA	-0.2	-13.5	-5.4	0.4	2.4	3.2
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-39.1	3.8	11.0	14.3	24.5	40.0

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

Marcin Palenik, CFA

+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Adam Kaptur

+48 22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

Franciszek Wojtal

+48 22 598 26 05
franciszek.wojtal@millenniumdm.pl

Maciej Krefta

+48 22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Dyrektor

banki i ubezpieczenia

Analityk

telekomunikacja, przemysł chemiczny

Analityk

paliwa i surowce, przemysł metalowy

Analityk

branża spożywcza, handel

Analityk

energetyka, papier i drewno

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

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

Arkadiusz Szumilak

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

Marek Przytula

+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski

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

Kamil Dadan

+22 598 26 26
kamil.dadan@millenniumdm.pl

Paulina Rudolf

+22 598 26 90
paulina.rudolf@millenniumdm.pl

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.

KUPIJ - 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 uzależniająca 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, Wielton, Sygnity, Ergis-Eurofilms od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN Orlen, Srubex. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Kopex, Warfama, Emperia, Skyline, Konsorcjum Stali od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomędzy 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. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem 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 nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stop procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. 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.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
Sygnity	Sprzedaj	29 gru 09	15.0	11.2

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2010 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	10%
Akumuluj	7	33%
Neutralnie	6	29%
Redukuj	6	29%
Sprzedaj	0	0%

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

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*		
Kupuj	0	0%
Akumuluj	6	50%
Neutralnie	2	17%
Redukuj	3	25%
Sprzedaj	1	8%

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