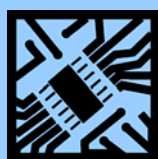


28 sierpnia 2007

Aktualizacja raportu

**Informatyka**

Polska

Cena bieżąca	55,0 PLN
Cena docelowa	81,6 PLN
Kapitalizacja	770,5 mln PLN
Free float	331,9 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,06 mln PLN

Sygnity

COMW.WA; SGN.PW

Kupuj

(Nowa)

Czas głębokich zmian

Wraz z decyzją o odwołaniu z funkcji Prezesa Zarządu Spółki Michała Danielewskiego oraz o powołaniu w jego miejsce Piotra Kardacha, Sygnity weszło w okres głębokich zmian. Nowy Prezes Zarządu zapowiedział przeprowadzenie gruntownej restrukturyzacji, w tym znaczącej rewizji stanu zatrudnienia oraz likwidacji nierentownych i dublujących się (po fuzji z Emaxem) linii produktowych. Szczegółowy plan restrukturyzacji jest w trakcie przygotowania i we wrześniu b.r. zostanie przedstawiony Radzie Nadzorczej Spółki do akceptacji. Informację o zmianie składu Zarządu Spółki i o powierzeniu restrukturyzacji Sygnity Piotrowi Kardachowi odbieramy pozytywnie. Uważamy, że sprawnie przeprowadzony proces restrukturyzacji pozwoli Spółce osiągnąć dodatkowo poziom rentowności już w czwartym kwartale 2007 roku. W kolejnych latach działalność Spółki będzie się charakteryzowała niższymi kosztami stałymi (po redukcjach zatrudnienia) oraz wyższą rentownością sprzedaży (m.in. po zainstalowaniu nowego systemu dla TPSA oraz dzięki poprawie efektywności pracy). Za dodatkowy czynnik wzrostowy odbieramy ożywienie w sektorze publicznym (od 2008 roku). W horyzoncie 9 miesięcy wyznaczamy cenę docelową dla akcji Sygnity na 81,6 PLN. Wydajemy rekomendację kupuj.

Struktura akcjonariatu

BBI Capital	9,27%
CU OFE	6,53%
Pioneer Pekao IM	6,39%
CU IM	5,87%
AIG OFE	5,32%
Tomasz Sielicki	5,18%
Pozostali	61,44%

Prezentacja sektora

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

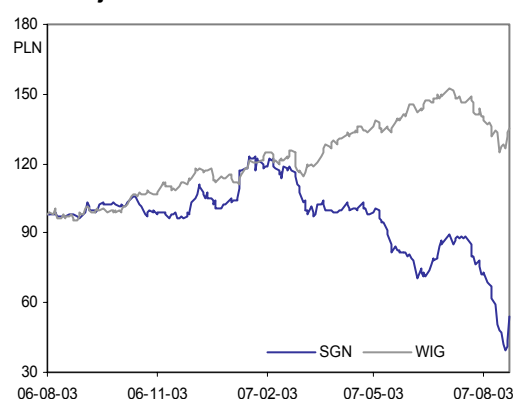
Profil spółki

Sygnity specjalizuje się w tworzeniu własnego oprogramowania mającego zastosowanie w jednostkach administracji publicznej, opieki zdrowotnej, czy spółkach telekomunikacyjnych, przemysłowych oraz finansowych. Sygnity powstało z połączenia spółek ComputerLand oraz Emax.

Ważne daty

28.09 - publikacja raportu za 1H
14.11 - publikacja raportu za 3Q

Kurs akcji SGN na tle WIG



Piotr Janik

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

Restrukturyzacja

Poza rewizją zatrudnienia oraz likwidacją nierentownych linii produktowych, zmiany będą dotyczyły również modelu zarządzania Spółką. Zarząd Spółki skoncentruje się na wdrożeniu programu naprawczego, a następnie na sprawach strategicznych. Większość obowiązków dotyczących działalności operacyjnej zostanie oddelegowanych na niższe szczeble kadry zarządzającej. „Uporządkowane” zostaną również nadmiernie zbiurokratyzowane procedury obowiązujące w Spółce, które w minionych miesiącach skłaniały kadrę Sygnity do składania masowych wypowiedzeń.

Wyniki za 2Q 2007

Wyniki Sygnity wykazane po dwóch kwartałach 2007 roku odbieramy negatywnie. Mimo 30-procentowego wzrostu przychodów ze sprzedaży (624,7 mln PLN po 1H 2007) spadek rentowności zysku brutto ze sprzedaży produktów i usług (12,5% po 1H 2007, względem 23,4 po 1H 2006 proforma ComputerLand i Emax) oraz wysoki poziom kosztów stałych ukształtowały w 1H 2007 stratę operacyjną na poziomie bliskim 50 mln PLN (względem 10 mln straty operacyjnej proforma w analogicznym okresie 2006 roku). Po dwóch kwartałach 2007 roku strata netto Sygnity wynosi prawie 38 mln PLN. Spodziewamy się, że wprowadzane zmiany wpłyną na wypracowanie wyższych rentowności zysku brutto ze sprzedaży w 2H 2007 oraz dodatniej marży zysku netto jeszcze w czwartym kwartale 2007 roku.

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Przychody	858,1	927,1	1 298,7	1 482,4	1 609,2
EBITDA	64,6	66,7	-2,9	107,5	163,1
marża EBITDA	7,5%	7,2%	-0,2%	7,3%	10,1%
EBIT	34,1	-13,4	-55,1	52,8	104,3
Zysk netto	31,0	-22,1	-45,9	41,6	85,1
Cash earnings	61,5	57,9	6,2	96,3	143,9
P/E	24,83	-	-	18,50	9,06
P/CE	12,52	13,30	123,31	8,00	5,36
P/BV	2,25	1,46	1,46	2,32	2,31
EV/EBITDA	12,87	12,46	-	7,73	5,09

Zmiany

Restrukturyzacja

Nowy Zarząd Spółki

Podczas posiedzenia Rady Nadzorczej Sygnity, 25 lipca 2007 roku, podjęto decyzję o odwołaniu Michała Danielewskiego z funkcji Prezesa Zarządu Spółki oraz Dariusza Chwiejczaka i Adama Miernika z funkcji Wiceprezesów Zarządu. Na stanowisko Prezesa Zarządu Sygnity jednogłośnie wybrano Piotra Kardacha, dotychczasowego Wiceprezesa Zarządu Spółki, a wcześniej Prezesa Zarządu Emax. Dodatkowo do Zarządu Spółki powołano Jacka Kujawę (dotychczas prokurent Spółki) oraz Andrzeja Marciniaka (dotychczas niezwiązany ze Spółką).

Decyzja o wyborze nowego składu Zarządu Sygnity została wydana przez Radę Nadzorczą Spółki, która od czerwca 2007 roku również operuje w nowym składzie (Przewodniczącym RN został Jacek Kseń, między innymi wieloletni Prezes Zarządu Banku Zachodniego WBK).

Obecny Zarząd Spółki operuje w następującym składzie:

Piotr Kardach, Prezes Zarządu Sygnity S.A.
Elżbieta Bujniewicz-Belka, Wiceprezes Zarządu
Andrzej Kosturek, Wiceprezes Zarządu
Bogdan Kosturek, Wiceprezes Zarządu
Jacek Kujawa, Wiceprezes Zarządu
Andrzej Marciniak, Wiceprezes Zarządu

Piotr Kardach, przed powołaniem na funkcję Prezesa Zarządu Sygnity S.A., pełnił funkcję Dyrektora Finansowego, Wiceprezesa Zarządu ds. finansowych, a następnie przez wiele lat Prezesa Zarządu Emax S.A. Po fuzji z Computerlandem, Piotr Kardach pełnił funkcję Wiceprezesa Zarządu Spółki. Po lipcowej zmianie Zarządu Sygnity, Piotr Kardach pełni funkcję Prezesa Zarządu. Decyzję o powierzeniu przeprowadzenia restrukturyzacji oraz kierowania Spółką Piotrowi Kardachowi odbieramy pozytywnie. Uważamy, że nabyte doświadczenie pozwoli Prezesowi Zarządu przeprowadzić skuteczną restrukturyzację Spółki, a doświadczenie w pozyskiwaniu kontraktów z sektora administracji publicznej, czy sektora energetycznego, zagwarantuje Spółce dalszy dynamiczny rozwój.

Andrzej Marciniak posiada doświadczenie w zakresie przeprowadzania gruntownych restrukturyzacji w przedsiębiorstwach. Pełnił funkcje menedżerskie między innymi w Przedsiębiorstwie Leasingowym Uniservice RENT S.A., ZPO Vistula S.A., AVC Sp. z o.o., w spółkach grupy kapitałowej BB Investments (Dom Maklerski BMT S.A., BMT Leasing S.A.). Ponadto Andrzej Marciniak pełnił funkcję członka rady nadzorczej szeregu spółek, między innymi Przewodniczącego RN Grupy Energetycznej ENEA S.A., a następnie Prezesa Zarządu GE ENEA S.A.

Jacek Kujawa przed powołaniem na członka Zarządu Sygnity S.A. był odpowiedzialny za wyniki sprzedaży segmentu bankowo-finansowego Spółki (w ocenie Prezesa Piotra Kardacha najbardziej stabilnego segmentu Sygnity). Wcześniej Jacek Kujawa pełnił funkcję Prezesa Zarządu spółki Polsoft oraz funkcję członka Rad Nadzorczych w spółkach ZETO-RODAN, PB Polsoft, Support oraz CL Serwis.

Plan restrukturyzacji

Nowy Zarząd Spółki został zobowiązany do stworzenia szczegółowego planu restrukturyzacji Spółki oraz do przedłożenia go Radzie Nadzorczej Sygnity do końca września 2007 roku. Plan określi szczegółowo program redukcji zatrudnienia, optymalizację kosztów produkcji, a także przedstawi wstępne rozpoznanie nierentownych produktów, których wytwarzanie zostanie zaprzestane.

Elementy planu restrukturyzacji Spółki:

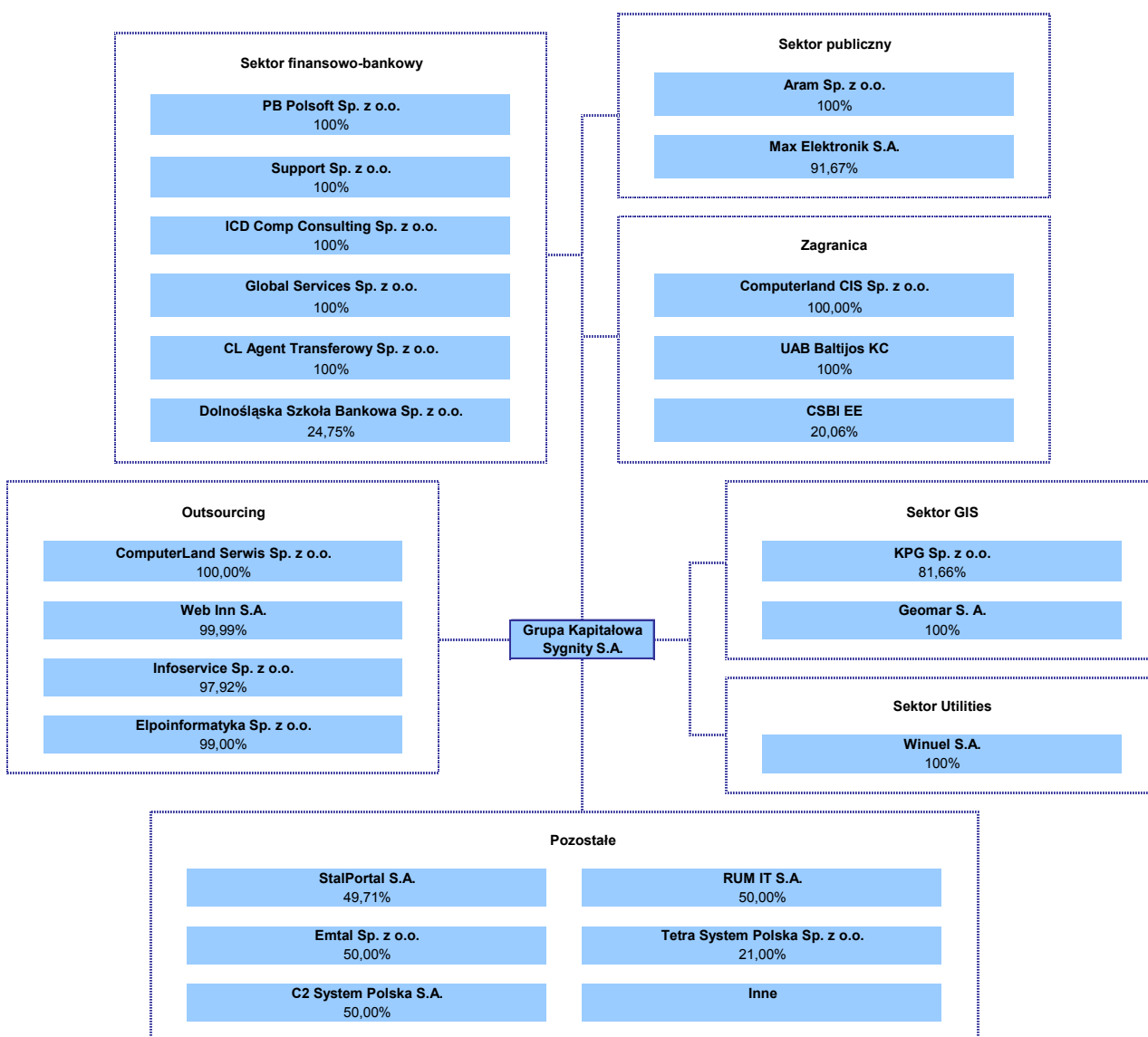
- Zmiana modelu zarządzania Spółką – wiele funkcji operacyjnych, jakie dotychczas były przypisane Zarządowi Spółki, zostanie oddelegowanych na niższe szczeble kadry zarządzającej. Po przeprowadzeniu restrukturyzacji, Zarząd skupi się na działalności strategicznej.
- Pilne zakończenie fuzji Computerlandu z Emaxem – realizacja założonych synergii zarówno po stronie przychodów, jak i kosztów.
- Eliminacja dublowania się produktów – po fuzji z Emaxem konieczna jest integracja pionów produkcji według sektorów, co pozwoli wyeliminować konkurowanie produktów wewnątrz Grupy Sygnity, a także umożliwi redukcję kosztów.

- Zamykanie nierentownych linii produktowych – Spółka przeprowadzi szczegółową analizę zyskowności sprzedaży poszczególnych produktów, co pozwoli wyeliminować nierentowną produkcję.
- Redukcja zatrudnienia – plan restrukturyzacji (do przedłożenia Radzie Nadzorczej Spółki we wrześniu b.r.) szczegółowo określi program redukcji zatrudnienia. Intencją Zarządu jest przeprowadzenie redukcji zatrudnienia w ten sposób, aby odbyła się ona bez wpływu na wielkość produkcji (przychodów ze sprzedaży), terminowość wdrożeń oraz przełożyła się na wzrost jakości usług świadczonych przez Spółkę.

Intencją Zarządu jest obciążenie kosztami restrukturyzacji wyniku półrocza oraz trzeciego kwartału. Zarząd planuje, że uznanie kosztów restrukturyzacji (rezerwy związane z redukcją zatrudnienia, koszty likwidacji linii produkcyjnych, usługi doradcze) najpóźniej w wynikach trzeciego kwartału 2007 roku, w połączeniu z sezonowością charakterystyczną dla sektora IT (najwyższe przychody ze sprzedaży oraz rentowność w czwartym kwartale) wpłynie na pozytywny wynik czwartego kwartału 2007 roku.

Strategia Zarządu zakłada również uporządkowanie struktury Grupy Kapitałowej Sygnity. Połączenie Spółek zgodnie z profilami produkcji oraz inkorporacja części z nich umożliwi optymalizację kosztów produkcji, a także przyczyni się do eliminacji konkurencyjności produktów wewnątrz Grupy.

Obecna struktura Grupy Kapitałowej Sygnity



Źródło: DI BRE Banku S.A.



Początkowo większość spółek z Grupy miała być inkorporowana przez Sygnity oraz połączona w pionowy produkcji już w 2007 roku. Ze względu na złożoność procesu naprawczego, potencjalne akwizycje wewnątrz Grupy zostały przełożone na 2008 rok. Część Spółek, jak np. Aram Sp. z o.o. będzie kontynuowała swoją działalność w formie wydzielonej spółki zależnej Sygnity. Polskie prawo dopuszcza możliwość uczestnictwa w przetargach publicznych więcej niż jednego podmiotu wchodzącego w skład danej Grupy Kapitałowej. Istnieje zatem możliwość, że w celu zwiększenia szans wygrania przetargu publicznego, oferty zostaną złożone zarówno przez konsorcjum z uczestnictwem Aram Sp. z o.o., jak i konsorcjum z uczestnictwem Sygnity S.A. (bądź indywidualne oferty w przypadku mniejszych zamówień publicznych).

Istotnym elementem naprawczym będzie usprawnienie mechanizmów motywacyjnych w Spółce. Po połączeniu Computerlandu oraz Emaxu w Spółce nałożyły się dwa różne modele organizacyjne oraz motywacyjne. Jednym z celów Zarządu Spółki jest wdrożenie ujednoczonego i przejrzystego systemu motywacyjnego dla pracowników Sygnity. Jednocześnie nowy Zarząd Spółki zapowiada szybkie uproszczenie mechanizmów (eliminacja nadmiernej biurokratyzacji), co ma wpłynąć na poprawę relacji wewnątrz Sygnity.

Obecnie w Spółce rozstrzygnięto wszystkie programy opcji menedżerskich. Program motywacyjny obejmie również Zarząd, jednak potencjalne premie nie będą uzależnione od realizacji bieżących planów, a od budowy wartości rynkowej Spółki (od wzrostu cen akcji Sygnity). Ostateczny program motywacyjny dla Zarządu zostanie przedstawiony do akceptacji Rady Nadzorczej Sygnity.

Możliwy joint venture z zagranicznym partnerem

Rozważany jest scenariusz, w którym ze Spółki zostałaby wydzielony pion infrastrukturalny oraz zostałby zorganizowany w formie spółki zależnej Sygnity. Władze Spółki nie wykluczają sprzedaży części udziałów potencjalnemu partnerowi zagranicznemu, co sprowadzałoby się do współpracy na zasadzie joint venture. Znajomość oraz obecność na polskim rynku IT pionu infrastrukturalnego wraz z dokapitalizowaniem ze strony zagranicznego partnera pozwoliłyby zwiększyć udział w rynku nowego podmiotu oraz wpłynąć na poprawę rentowności Sygnity.

Finanse

Wyniki za drugi kwartał 2007 roku

	2Q 2007	2Q 2006*	zmiana	1H 2007	1H 2006*	zmiana
Przychody ze sprzedaży	358,4	238,6	50,2%	624,7	485,9	28,6%
EBITDA	-16,7	-2,3	625,8%	-24,9	7,1	
EBIT	-28,6	-10,8	164,8%	-49,7	-10,1	392,1%
Zysk netto	-20,4	-12,4	64,5%	-37,8	-17,8	112,4%

Źródło: Spółka

* wyniki proforma Computerland i Emax

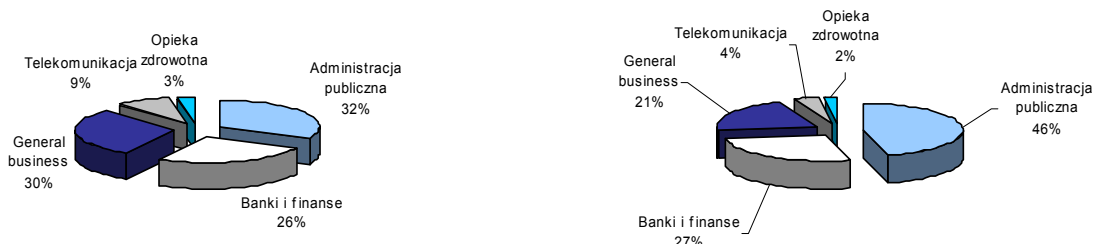
Wyniki Spółki wykazane po dwóch kwartałach 2007 roku odbieramy negatywnie. Wprowadzie Spółka odnotowała prawie 30-procentowy wzrost przychodów ze sprzedaży (względem wyników proforma Computerland i Emax za 1H 2006), Spółce nie udało się wypracować dodatniej rentowności EBITDA, strata EBIT zbliżyła się do 50 mln PLN, a strata netto przypisana do akcjonariuszy jednostki dominującej wyniosła prawie 38 mln PLN. Spodziewamy się, że korekta wyniku za drugi kwartał 2007 wykazana w sprawozdaniu półrocznym dodatkowo obniży wyniki Spółki (możliwe uwzględnienie rezerw na odprawy dla pracowników w sprawozdaniu za 1H 2007). Spodziewamy się, że większość kosztów restrukturyzacji zostanie ujęta w sprawozdaniach finansowych za 1H 2007 oraz 3Q 2007. W przypadku realizacji takiego scenariusza, brak „nieplanowanych” obciążeń restrukturyzacyjnych może pozwolić Spółce osiągnąć pozytywną rentowność operacyjną w czwartym kwartale 2007 roku.

Po dwóch kwartałach 2007 roku, udział zamówień publicznych w przychodach ze sprzedaży Sygnity wynosi 46%. Prognoza Zarządu przewiduje, że w 2007 roku udział zamówień publicznych w przychodach ze sprzedaży zmniejszy się do 43%. Znaczny udział zamówień administracji publicznej w przychodach ze sprzedaży po drugim kwartale 2007 roku, wynika między innymi z zawarcia umowy z Ministerstwem Edukacji Narodowej na dostawę sprzętu (wraz z instalacją) o wartości 46,3 mln PLN. Zarząd Spółki spodziewa się ożywienia zamówień sektora publicznego, który będzie wynikał głównie z groźby utraty środków z funduszy unijnych, przeznaczonych na informatyzację administracji publicznej w Polsce.

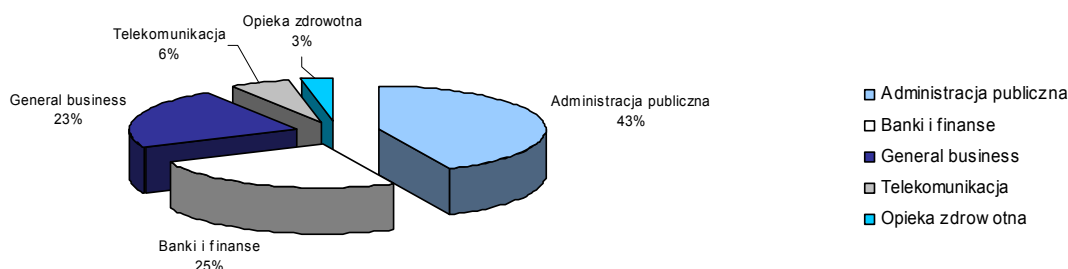
Sektorowa struktura przychodów ze sprzedaży Sygnity S.A.

2006 proforma

1H 2007



2007*



Źródło: Spółka

* prognoza Zarządu Spółki na 2007 rok

W pierwszej połowie 2007 roku znacząco spadł udział sektora telekomunikacyjnego w przychodach ze sprzedaży Sygnity (z 9% proforma w 2006 roku do 4% w pierwszej połowie 2007 roku). Większość przychodów ze sprzedaży generowanych przez sektor telekomunikacyjny pochodzi od Telekomunikacji Polskiej S.A. W pierwszej połowie 2007 roku błędy w systemie zaprojektowanym dla TPSA spowodowały obniżenie wartości zamówień w sektorze, a konieczność podtrzymywania funkcjonalności wdrożeń negatywnie wpłynęła na rentowność sprzedaży (ze względu na konieczność ponoszenia zwiększonych kosztów podtrzymywania działania aplikacji). Błędy w aplikacji zostały wyeliminowane, co powinno znaleźć pozytywne przełożenie na rentowność sprzedaży w sektorze telekomunikacyjnym.

W sektorze opieki zdrowotnej Zarząd Spółki nie przewiduje rozstrzygnięcia przetargów o znacznej wartości. Udział sektora opieki zdrowotnej w skali 2007 roku ma być utrzymany na poziomie 3%.

Znaczny nacisk będzie kładziony na zwiększenie sprzedaży oprogramowania własnego (sektor general business). Przeprowadzenie restrukturyzacji, uproszczenie procedur wewnątrz Grupy Sygnity oraz delegacja większości funkcji operacyjnych na niższe szczeble kadry menedżerskiej ma skutkować zwiększeniem wolumenu sprzedaży oprogramowania własnego.

W skali całego 2007 roku spodziewamy się przychodów ze sprzedaży na poziomie 1 299 mln PLN (obecna wartość „twardego” backlogu wynosi 1 015 mln PLN). Uważamy, że osiągnięcie 43-procentowego udziału zamówień publicznych w przychodach ze sprzedaży Sygnity w 2007 roku może być trudne do osiągnięcia. Zmiana na stanowisku szefa MSWiA oraz duże prawdopodobieństwo rozpisania przedterminowych wyborów parlamentarnych może „zepchnąć” informatyzację państwa na drugi plan. Poniżej przedstawiamy zestawienie przetargów w ramach Planu Informatyzacji Państwa do ogłoszenia w 2007 roku.

Przetargi związane z Planem Informatyzacji Państwa do ogłoszenia w 2007 roku

Nazwa projektu	Resort odpowiedzialny	Szacunkowy koszt projektu	Źródło finansowania	Okres realizacji
Realizacja centralnego węzła polskiego komponentu SIS II i VIS	MSWiA	54 mln PLN	budżet państwa	ogłoszono 31 marca 2007 roku
E-deklaracje II - obsługa elektronicznych deklaracji podatkowych przedsiębiorców	Ministerstwo Finansów	100 mln PLN	15% budżet państwa, 85% Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego	2007-2009
Informatyzacja ksiąg wieczystych	Ministerstwo Sprawiedliwości	116 mln PLN	budżet państwa, EFRR, Norweski Mechanizm Finansowy	2007-2010
Zintegrowany system zarządzania zadaniowym budżetem państwa	Kancelaria Prezesa Rady Ministrów	44 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
Platforma udostępniania on-line przedsiębiorcom usług i zasobów cyfrowych rejestrów medycznych	Ministerstwo Zdrowia	66 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
Elektroniczna platforma gromadzenia, analizy i udostępniania zasobów cyfrowych o zdarzeniach medycznych	Ministerstwo Zdrowia	877 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
Budowa platformy komunikacji MSP i osób z obszaru wsparcia społecznego	Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej	94 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
SI Syriusz - Zintegrowany system obsługi rynku pracy i zabezpieczenia społecznego	Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej	110 mln PLN	15% Fundusz Pracy, 85% EFRR	2007-2013
SPPP - System prognozowania popytu i podaży na pracę	Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej	44 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2010
Ikonka	MSWiA	2 mln PLN	budżet państwa	ogłoszono 31 lipca 2007 roku
Budowa systemu katastralnego	Główny Urząd Geodezji i Kartografii	190 mln PLN	budżet państwa, państwowy fundusz gospodarki zasobem geodezyjnym i kartograficznym, EFRR	2007-2010
Teryt 2 - Krajowy rejestr urzędowy podziału terytorialnego państwa	GUGiK	45 mln PLN	budżet państwa, państwowy fundusz gospodarki zasobem geodezyjnym i kartograficznym, EFRR	2007-2010
Budowa georeferencyjnej bazy danych obiektów topograficznych	GUGiK	190 mln PLN	budżet państwa, państwowy fundusz gospodarki zasobem geodezyjnym i kartograficznym, EFRR	2007-2011
System informacyjny statystyki publicznej	GUS	160 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
Konsolidacja i centralizacja systemów celnych i podatkowych	Ministerstwo Finansów	165 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2013
Centralna informacja o działalności gospodarczej	Ministerstwo Gospodarki	32 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2008
Prezentacja i udostępnianie zasobów archiwalnych Audio i Wideo	Ministerstwo Kultury i Dziedzictwa Narodowego	97 mln PLN	15% budżet państwa, 85% EFRR	2007-2010

Razem siedemnaście projektów o łącznej wartości 2 386 mln PLN do ogłoszenia w 2007 roku

Źródło: MSWiA

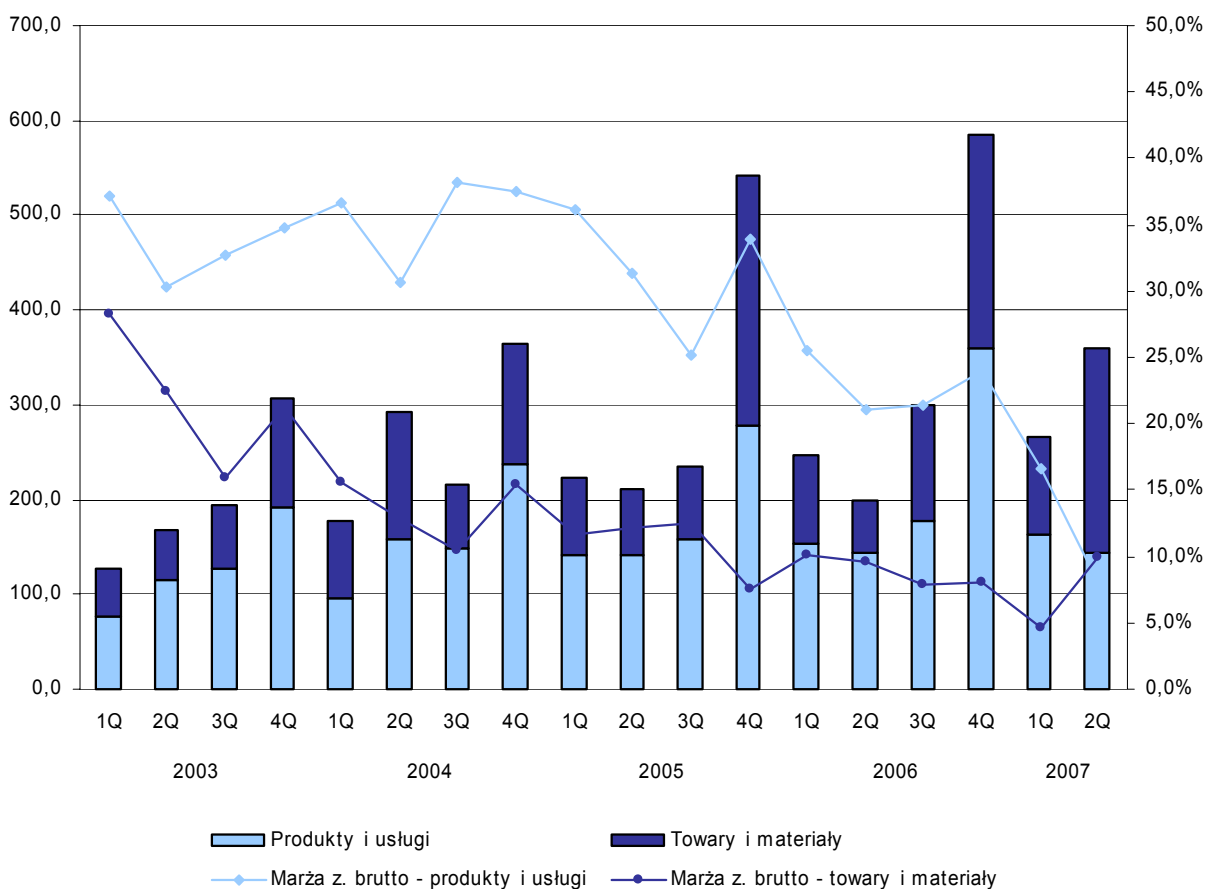
W drugim kwartale 2007 roku marża zysku brutto ze sprzedaży wyniosła 9,2% (17,9% proforma w analogicznym okresie 2006 roku oraz 17,8% proforma w całym 2006 roku). Spadek rentowności sprzedaży spowodowany jest wzrostem udziału sprzedaży towarów i materiałów w przychodach ze sprzedaży (59,6% w drugim kwartale 2007, względem 28,0% proforma w analogicznym okresie 2006 roku oraz 37,3% proforma w całym 2006 roku), a także spadkiem rentowności zysku brutto ze sprzedaży produktów i usług (8,1% w drugim kwartale 2007, względem 21,1% proforma w analogicznym okresie 2006 roku oraz 23,2% proforma w całym 2006 roku). Dodatkowym czynnikiem negatywnie oddziałującym na rentowność zysku

brutto ze sprzedaży była konieczność podtrzymywania błędnie wdrożonego systemu informatycznego dla TPISA. Struktura rentowności zysku brutto ze sprzedaży oraz przychodów ze sprzedaży kształtuje się jak w tabeli poniżej.

Marża zysku brutto ze sprzedaży i struktura przychodów ze sprzedaży

	2Q 2006	1H 2006	2006	2Q 2007	1H 2007
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,9%	18,9%	17,8%	9,2%	10,3%
Produkty i usługi	21,1%	23,4%	23,2%	8,1%	12,5%
Towary i materiały	9,5%	9,9%	8,6%	10,0%	8,2%
Udział w przychodach ze sprzedaży					
Produkty i usługi	72,0%	66,7%	62,7%	40,4%	49,1%
Towary i materiały	28,0%	33,3%	37,3%	59,6%	50,9%

Źródło: Spółka, DI BRE Banku S.A.

Marża zysku brutto ze sprzedaży i struktura przychodów ze sprzedaży


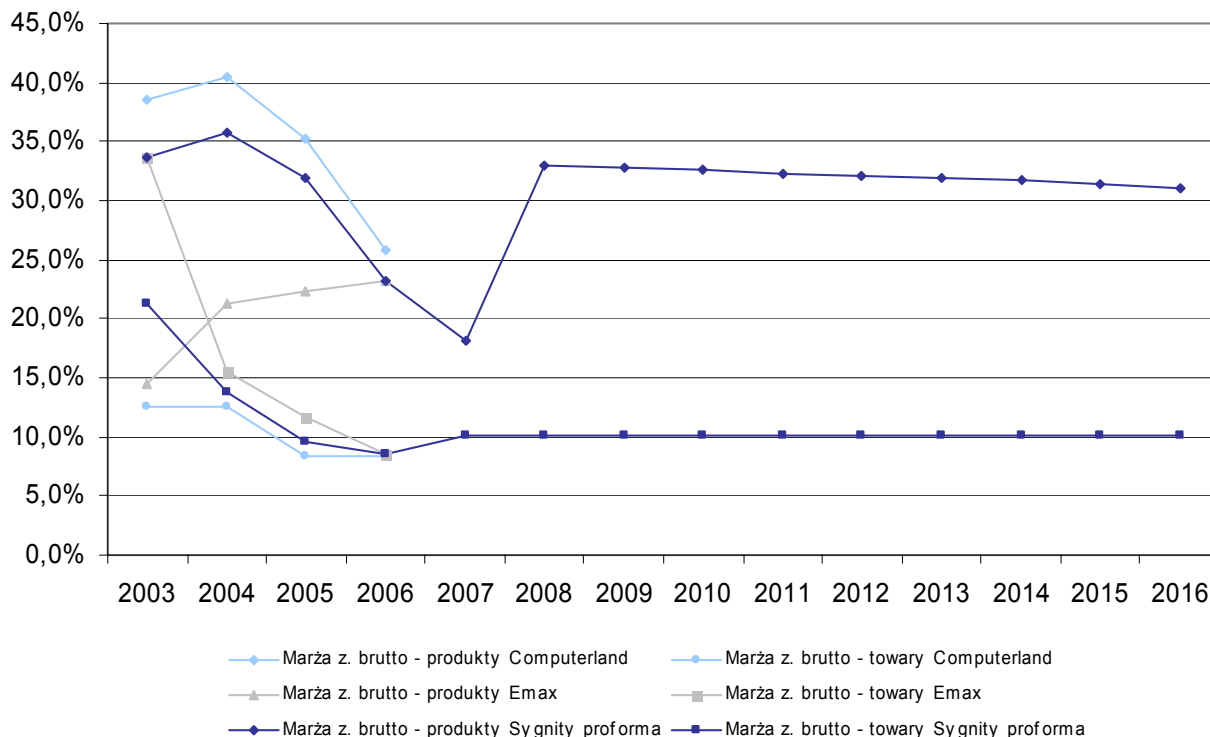
Źródło: Spółka, DI BRE Banku S.A.

Spodziewamy się, że w drugim półroczu 2007 roku Spółce uda się wypracować wyższą rentowność sprzedaży produktów i usług, co w całym 2007 roku przełoży się na marżę zysku brutto ze sprzedaży produktów i usług na poziomie 18,1% (12,5% po dwóch kwartałach 2007 roku). Zakładamy, że poprawa systemu informatycznego dla TPISA oraz koncentracja na sprzedaży oprogramowania własnego pozwoli Spółce wypracować w 2008 roku rentowność zysku brutto ze sprzedaży produktów i usług na poziomie 33%. Spodziewamy się, że w kolejnych latach prognozy konkurencja na rynku krajowym oraz presja na wynagrodzenia dla pracowników będzie negatywnie oddziaływać na rentowność zysku brutto ze sprzedaży produktów i usług. Spodziewamy się, że do 2016 roku rentowność zysku brutto ze sprzedaży produktów i usług spadnie do 31%.

Spodziewamy się, że rentowność zysku brutto ze sprzedaży towarów i materiałów w 2007 roku i w okresie prognozy utrzyma się na poziomie 10,1%.

Mimo stopniowo spadającej marży zysku brutto ze sprzedaży produktów i usług, rosnący udział tej kategorii w przychodach ze sprzedaży wpłynie na wzrost marży skonsolidowanego zysku brutto ze sprzedaży z 14% w 2007 roku oraz 21,7% w 2008 roku do 23,7% w 2016 roku.

Prognozowane marże zysku brutto ze sprzedaży produktów i usług oraz towarów i materiałów



Źródło: DI BRE Banku S.A.

Jednym z głównych elementów restrukturyzacji Spółki jest przeprowadzenie redukcji zatrudnienia. Szczegółowy plan zwolnień zostanie sporządzony po przeprowadzeniu analizy efektywności wykorzystania zasobów ludzkich, rentowności linii produkcyjnych oraz po sporządzeniu strategii dla każdego z pionów produkcyjnych Spółki. Na obecną chwilę Zarząd Spółki nie określa skali redukcji zatrudnienia oraz ewentualnych kosztów związanych z odprawami dla pracowników.

Obecne zatrudnienie w Grupie Sygnity wynosi 3190 osób. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w Grupie wynosi 7,7 tys. PLN. Koszt związany ze statystyczną odprawą dla jednego pracownika może wynieść 23,1 tys. PLN. Rezerwa na odprawy dla pracowników, obciążająca wynik operacyjny Spółki, zostanie wykazany najpóźniej w sprawozdaniu półrocznym. Poniższe zestawienie przedstawia możliwe kształtowanie się kosztu odpraw w zależności od skali redukcji zatrudnienia w Spółce.

Możliwe koszty związane z redukcją zatrudnienia w 2007 roku

	Redukcja zatrudnienia					
	5%	10%	15%	20%	25%	30%
Koszty odpraw (w mln PLN, rezerwa do zawiązania do 3Q'07)	3,7	7,4	11,1	14,8	18,5	22,2
EBIT 2007	-57	-61	-65	-69	-72	-76
Zysk netto 2007	-35	-39	-43	-46	-50	-54

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Zgodnie z zasadami MSR i MSSF, po zarejestrowaniu przejęcia spółki, strona przejmująca ma 12 miesięcy na rozpoznanie dodatniej wartości firmy, wynikającej z połączenia ze spółką przejmowaną. Poniższe zestawienie przedstawia wpływ odpisu rozpoznanych wartości niematerialnych, wykazanych po połączeniu spółek ComputerLand oraz Emax w Sygnity.

Odpisy z goodwill zgodnie ze sprawozdaniem finansowym za 2Q 2007

Aktywa niematerialne przejęte w trakcie akwizycji Grupy Emax (w mln PLN)	2Q 2007	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Relacje z klientami Grupy Emax	-1,3	-5,1	-5,1	-5,0	-4,7	-3,6	-2,4
Kontrakty Grupy Emax	-1,4	-5,5	-2,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Marki produktowe Grupy Emax	-0,5	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
Marki: Emax, Winuel, Max Elektronik	0,0	0,0	-30,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływ amortyzacji na wynik operacyjny	-3,1	-12,4	-39,5	-6,9	-6,5	-5,4	-4,3
Korekta podatku odroczonego	0,6	2,4	6,7	1,3	1,2	1,0	0,8
Wpływ amortyzacji na wynik netto	-2,5	-10,1	-32,8	-5,6	-5,3	-4,4	-3,4

Źródło: Spółka

Odpisy z goodwill zgodnie ze sprawozdaniem finansowym za 1Q 2007

Aktywa niematerialne przejęte w trakcie akwizycji Grupy Emax (w mln PLN)	1Q 2007	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Relacje z klientami Grupy Emax	-1,3	-5,1	-5,1	-5,0	-4,7	-3,6	-2,4
Kontrakty Grupy Emax	-1,4	-5,5	-2,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Marki produktowe Grupy Emax	-0,5	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
Marki: Emax, Winuel, Max Elektronik	0,0	-28,2	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływ amortyzacji na wynik operacyjny	-3,1	-40,6	-11,3	-6,9	-6,5	-5,4	-4,3
Korekta podatku odroczonego	0,6	7,7	2,2	1,3	1,2	1,0	0,8
Wpływ amortyzacji na wynik netto	-2,5	-32,9	-9,2	-5,6	-5,3	-4,4	-3,4

Źródło: Spółka

Według testu na utratę wartości aktywów niematerialnych przejętych w trakcie akwizycji Grupy Emax, w 2007 roku odpisy wartości niematerialnych obniżą wynik operacyjny Spółki o kwotę 12,4 mln PLN. Wartość ta różni się od wartości wykazanej w sprawozdaniu za pierwszy kwartał 2007 roku, zgodnie z którym w 2007 roku odpisy wartości niematerialnych miały obniżyć wynik operacyjny Spółki o kwotę 40,6 mln PLN. Różnica wartości obciążenia w 2007 roku wynika z przeniesienia odpisu wartości marek Emax, Winuel oraz Max Elektronik (pierwotnie 28,2 mln PLN w 2007 roku) na 2008 rok. Przeprowadzenie odpisów wartości niematerialnych zgodnie z harmonogramem przedstawionym w raporcie za drugi kwartał 2007 roku, w 2007 roku wpłynie na obniżenie wyniku netto Spółki o kwotę 10,1 mln PLN. W 2008 roku odpisy obniżą wynik netto Spółki o kwotę 32,8 mln PLN.

W chwili obecnej Spółka wykorzystuje 60% dostępnych linii kredytowych. Wartość kredytów i pożyczek na koniec drugiego kwartału 2007 roku wyniosła 123,7 mln PLN. Dodatkowo Spółka prowadzi pięcioletni program finansowania działalności ze środków pozyskanych z emisji obligacji. Na koniec lipca 2007 roku całkowita wartość zobowiązań Spółki z tytułu wyemitowanych obligacji wyniosła 85,0 mln PLN.

W związku z przeprowadzanymi odpisami wartości niematerialnych rozpoznanych po przejęciu Emax, Spółka sporządziła prognozę wartości podatku odroczonego do 2010 roku.

Korekta podatku odroczonego z tytułu przeprowadzania odpisów wartości niematerialnych (po przejęciu Emaxu)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Korekta podatku odroczonego	2,4	6,7	1,3	1,2	1,0	0,8

Źródło: Spółka



Wycena

Według sporządzonej przez nas prognozy, w 2007 roku Spółka osiągnie ujemną rentowność wyniku operacyjnego oraz netto. Wycenę porównawczą sporządzamy w oparciu o prognozę wyników na lata 2008 oraz 2009.

Podsumowanie wyceny Sygnity	w mln PLN	cena za 9 m-cy	na jedną akcję	waga
Wycena metodą DCF	1044,0	1119,0	79,88	50%
Wycena porównawcza,	1089,6	1167,9	83,37	50%
w tym:				
z porównania do polskich spółek IT	1095,1			50%
z porównania do zagranicznych spółek IT	1084,2			50%
Średnia		1143,5	81,62	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Założenia modelu DCF

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Sygnity w okresie od 2007 do 2016 roku.
2. W prognozie wyników zakładamy, że wdrażana restrukturyzacja spowoduje jednorazową redukcję zatrudnienia o 15% w 2007 roku, co przełoży się na konieczność wypłaty odpraw pracownikom. Koszty odpraw ujmujemy w wynikach za 2007 rok.
3. Zakładamy, że od 2009 roku Spółka będzie wypłacała dywidendę w wysokości 50% zysku netto wypracowanego w poprzednim okresie sprawozdawczym.
4. W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,78% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa) oraz 5,78% po okresie prognozy.
5. Po 2016 roku zakładamy wzrost FCF na poziomie 4,5%.



Model DCF

(mln PLN)	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2016+
Przychody ze sprzedaży	1 299	1 482	1 609	1 693	1 778	1 794	1 793	1 545	1 571	1 609	
zmiana		14,2%	8,5%	5,2%	5,0%	0,9%	0,0%	-13,8%	1,7%	2,4%	
EBITDA	-2,9	107,5	163,1	181,5	200,9	208,4	216,9	176,5	182,1	188,5	
marża EBITDA	-0,2%	7,3%	10,1%	10,7%	11,3%	11,6%	12,1%	11,4%	11,6%	11,7%	
Amortyzacja	52,1	54,7	58,8	63,0	67,0	70,6	73,5	74,6	75,1	75,1	
EBIT	-55,1	52,8	104,3	118,5	133,9	137,8	143,4	102,0	107,0	113,3	
marża EBIT	-4,2%	3,6%	6,5%	7,0%	7,5%	7,7%	8,0%	6,6%	6,8%	7,0%	
Opodatkowanie EBIT	0,0	7,5	17,4	20,2	23,1	23,9	27,2	19,4	20,3	21,5	
NOPLAT	-55,1	45,4	86,9	98,4	110,8	113,9	116,2	82,6	86,6	91,8	
CAPEX	-55,5	-63,0	-72,4	-76,7	-80,5	-82,2	-83,1	-78,1	-77,0	-75,1	
Kapitał obrotowy	48,4	-28,6	-12,1	-8,0	-8,1	-1,5	0,1	23,6	-2,5	-3,6	
FCF	-10,0	8,4	61,2	76,7	89,2	100,8	106,6	102,7	82,3	88,2	92,2
WACC	9,7%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%	9,8%	9,9%	9,9%	10,0%	10,0%	
współczynnik dyskonta	96,5%	88,2%	80,5%	73,4%	66,9%	60,9%	55,4%	50,4%	45,8%	41,7%	
PV FCF	-9,7	7,4	49,3	56,3	59,7	61,4	59,1	51,8	37,7	36,8	
WACC	9,7%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%	9,8%	9,9%	9,9%	10,0%	10,0%	
Koszt długu	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	0%	14%	17%	17%	17%	17%	19%	19%	19%	19%	
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	

	4,5%	Analiza wrażliwości					
		Wzrost FCF w nieskończoności					
		2,5%	3,5%	4,5%	5,5%	6,5%	
Wzrost FCF po okresie prognozy	4,5%						
Wartość rezydualna (TV)	1 667,4						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	694,8						
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	409,8	WACC - 1,0pp	70,9	79,4	91,6	110,8	145,2
Wartość firmy (EV)	1 104,5	WACC - 0,5pp	67,7	75,0	85,2	100,4	125,6
Dług netto	60,5	WACC	65,0	71,3	79,9	92,2	111,6
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC + 0,5pp	62,6	68,1	75,5	85,7	101,1
Wartość firmy	1 044,0	WACC + 1,0pp	60,5	65,4	71,7	80,4	92,9
Liczba akcji (mln)	14,0						
Wartość firmy na akcję (PLN)	74,5						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,2%						
Cena docelowa (9m)	79,9						
Udział TV w EV	63%						

Źródło: DI BRE Banku S.A.



Poziomy wskaźników P/E oraz EV/EBITDA właściwe dla spółek informatycznych

	P/E			EV/EBITDA		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
POLSKIE SPÓŁKI INFORMATYCZNE						
ABG SPIN	19,4	14,6	13,2	13,5	10,2	9,2
Asseco Poland	29,1	23,6	21,0	16,4	13,5	12,0
Comarch	24,5	19,1	16,8	19,8	16,0	13,8
Macrologic	18,0	14,9	13,7	8,9	7,8	7,2
Prokom Software	19,2	16,1	14,8	6,7	6,0	5,6
Technex	27,2	24,9	22,5	10,0	9,4	8,8
Maksimum	29,1	24,9	22,5	19,8	16,0	13,8
Minimum	18,0	14,6	13,2	6,7	6,0	5,6
Średnia	22,9	18,8	17,0	12,6	10,5	9,4
Mediana	21,9	17,6	15,8	11,8	9,8	9,0
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena implikowana wskaźnikiem	mIn PLN	waga				
P/E	1031,6	50%				
EV/EBITDA	1158,6	50%				
Implikowana wycena Sygnity	1095,1					
Sygnity	-	14,6	7,1	-	6,6	4,4
ZAGRANICZNE SPÓŁKI INFORMATYCZNE						
Cap Gemini SA	16,8	12,9	11,2	6,7	5,6	5,0
EDB	9,2	9,5	9,6	4,8	4,1	4,2
Getronics	26,8	20,6	16,0	6,8	6,1	5,9
IDS Scheer	20,5	16,0	12,6	9,8	7,8	6,4
Logica CMG	31,7	18,2	16,1	9,8	8,5	8,0
Tietoerator	17,7	12,9	10,7	8,3	7,0	6,1
Microsoft Corp.	16,0	14,5	13,4	9,7	8,7	8,5
Oracle Corp.	19,3	16,3	14,0	10,4	9,4	8,4
SAP AG	20,9	17,7	16,8	12,6	10,9	10,1
Autodesk Inc.	22,6	18,9	15,6	15,2	12,9	10,9
CA Inc.	30,5	22,9	15,5	10,7	9,5	9,4
Business Objects	42,6	25,3	20,6	11,6	9,6	7,8
Misys plc	20,3	18,5	17,7	14,4	12,9	12,5
Kudelski SA	19,5	15,5	13,5	11,8	9,4	8,1
Temenos Group	18,4	13,6	10,4	13,8	10,5	8,5
Micro Focus International plc	23,9	20,1	18,7	14,4	13,5	12,2
SimCorp A/S	23,9	21,0	17,2	16,2	14,1	11,2
Telelogic AB	25,6	22,0	18,8	14,2	12,8	11,2
Cegid Gruop SA	18,8	16,6	15,0	7,7	7,1	6,5
GL Trade	16,4	13,6	12,5	9,1	8,0	7,3
DADA SpA	20,8	14,4	11,4	14,0	10,2	8,3
Maksimum	42,6	25,3	20,6	16,2	14,1	12,5
Minimum	9,2	9,5	9,6	4,8	4,1	4,2
Średnia	22,0	17,2	14,6	11,0	9,5	8,4
Mediana	20,5	16,6	15,0	10,7	9,4	8,3
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena implikowana wskaźnikiem	mIn PLN	waga				
P/E	984,4	50%				
EV/EBITDA	1183,9	50%				
Implikowana wycena Sygnity	1084,2					

Źródło: DI BRE Banku S.A., Bloomberg

**Skonsolidowany rachunek wyników**

(mln PLN)	2005 *	2006 *	2007P	2008P	2009P	2010P
Przychody ze sprzedaży	858,1	927,1	1 298,7	1 482,4	1 609,2	1 693,1
zmiana		8,0%	40,1%	14,2%	8,5%	5,2%
Koszt własny sprzedaży	638,9	713,4	1 116,8	1 160,2	1 254,7	1 315,4
Zysk brutto na sprzedaży	219,2	213,6	181,9	322,3	354,5	377,7
marża brutto na sprzedaży	25,5%	23,0%	14,0%	21,7%	22,0%	22,3%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-175,4	-229,2	-224,0	-267,6	-248,3	-257,3
Pozostała działalność operacyjna netto	-9,8	2,2	-12,9	-1,8	-1,8	-1,8
EBIT	34,1	-13,4	-55,1	52,8	104,3	118,5
zmiana		-	-	-	97,4%	13,6%
marża EBIT	4,0%	-1,4%	-4,2%	3,6%	6,5%	7,0%
Wynik na działalności finansowej	-12,5	-7,4	-6,6	-4,3	-2,2	-0,5
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	0,0	0,0	0	0	0	0
Zysk brutto	21,5	-20,7	-61,7	48,5	102,1	118,0
Podatek dochodowy	9,6	-0,1	0,0	6,9	17,1	20,1
Udziałowcy mniejszościowi	0,4	7,0	-15,8	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	31,0	-22,1	-45,9	41,6	85,1	98,0
zmiana		-	-	-	104,3%	15,1%
marża	3,6%	-2,4%	-3,5%	2,8%	5,3%	5,8%
Amortyzacja	30,5	80,1	52,1	54,7	58,8	63,0
EBITDA	64,6	66,7	-2,9	107,5	163,1	181,5
zmiana		3,3%	-	-	51,7%	11,3%
marża EBITDA	7,5%	7,2%	-0,2%	7,3%	10,1%	10,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	13,5	14,6	14,0	14,0	14,0	14,0
EPS	2,3	-1,5	-3,3	3,0	6,1	7,0
CEPS	4,5	4,0	0,4	6,9	10,3	11,5

Źródło: Spółka, DI BRE Banku S.A.

* wyniki proforma Computerland i Emax

**Skonsolidowany bilans**

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
AKTYWA	945,8	1 322,2	959,8	993,8	1 080,7	1 149,2
Majątek trwały	188,8	429,2	357,4	326,2	332,9	340,0
Rzeczowe aktywa trwałe	65,7	82,2	56,0	60,2	67,0	73,8
Wartości niematerialne i prawne	34,3	133,5	115,6	119,8	126,6	133,4
Wartość firmy	61,6	181,1	152,6	113,1	106,1	99,6
Inwestycje długoterminowe	4,0	4,2	6,0	6,0	6,0	6,0
Pozostałe aktywa trwałe	23,1	28,3	27,2	27,2	27,2	27,2
Majątek obrotowy	757,0	893,0	602,4	667,6	747,8	809,1
Zapasy	57,8	80,4	86,8	99,0	107,5	113,1
Należności krótkoterminowe	419,2	599,3	344,2	392,4	425,6	447,6
Rozliczenia międzyokresowe	57,4	112,4	104,2	104,2	104,2	104,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	132,0	92,3	20,7	25,4	64,0	97,7
Pozostałe aktywa obrotowe	90,6	8,6	46,5	46,5	46,5	46,5
(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
PASYWA	945,8	1 322,2	959,8	993,8	1 080,7	1 149,2
Kapitał własny	330,4	552,3	332,1	334,2	391,5	440,4
Kapitał zakładowy	13,5	14,6	14,0	14,0	14,0	14,0
Pozostałe kapitały własne	316,9	537,7	318,1	320,2	377,5	426,4
Zobowiązania długoterminowe	33,2	63,2	37,9	37,9	37,9	37,9
Pożyczki i kredyty	1,0	0,2	0,8	0,8	0,8	0,8
Pozostałe	32,3	62,9	37,2	37,2	37,2	37,2
Zobowiązania krótkoterminowe	583,5	706,7	589,8	621,6	651,2	670,8
Pożyczki i kredyty	56,0	152,6	123,0	123,0	123,0	123,0
Zobowiązania handlowe	357,7	391,4	303,3	346,3	375,9	395,5
Rozliczenia międzyokresowe	54,3	48,4	35,2	35,2	35,2	35,2
Pozostałe	115,4	114,3	128,2	117,2	117,2	117,2
Dług	57,0	152,8	123,7	123,7	123,7	123,7
Dług netto	-75,0	60,5	103,1	98,4	59,8	26,1
(Dług netto / Kapitał własny)	-22,7%	11,0%	31,0%	29,4%	15,3%	5,9%
(Dług netto / EBITDA)	-116,1%	90,7%	-3503,6%	91,5%	36,7%	14,4%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	13,5	14,6	14,0	14,0	14,0	14,0
BVPS	24,4	37,8	23,7	23,9	27,9	31,4

Źródło: Spółka, DI BRE Banku S.A.

* wyniki proforma Computerland i Emax



Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Przepływy operacyjne	122,8	-84,0	-52,1	67,7	131,8	152,9
Zysk netto	31,0	-22,1	-45,9	41,6	85,1	98,0
Amortyzacja	30,5	80,1	52,1	54,7	58,8	63,0
Kapitał obrotowy	74,6	-144,7	48,4	-28,6	-12,1	-8,0
Pozostałe	-13,4	2,7	-106,8	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-68,5	39,0	-55,5	-63,0	-72,4	-76,7
CAPEX	-40,3	-32,1	-55,5	-63,0	-72,4	-76,7
Inwestycje kapitałowe	-5,8	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-22,4	76,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-52,8	5,3	36,0	0,0	-20,8	-42,5
Emisja akcji	2,7	6,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-0,5	27,0	36,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-6,9	0,0	0,0	-20,8	-42,5
Pozostałe	-55,0	-21,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	1,6	-39,7	-71,6	4,7	38,6	33,7
Środki pieniężne na koniec okresu	132,0	92,3	20,7	25,4	64,0	97,7

Źródło: Spółka, DI BRE Banku S.A.

* wyniki proforma Computerland i Emax



Departament Analiz:

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, telekomunikacja, surowce, metale, media

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Krzysztof Radojewski tel. (+48 22) 697 47 01
krzysztof.radojewski@dibre.com.pl
Farmaceutyki, budownictwo, usługi

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

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

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

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88
jacek.borawski@dibre.com.pl
Analiza techniczna

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 48 48
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

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 księgowa

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 księgowa) - 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.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu.

Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

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

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Sygnity

Rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2006-12-01	2007-02-05
kurs z dnia rekomendacji	99.00	118.50
WIG w dniu rekomendacji	50601.74	55314.03