

Sygnity

sprzedaj

sektor IT

poprzednia rekomendacja: redukcj

Cena: 15.0

Cena docelowa: 11.2

Kolejny rok ze stratami

Po tragicznym II kwartale, stratach w III kwartale (zgodnymi z oczekiwaniami), Sygnity powinny pokazać zysk w sezonowo najlepszym IV kwartale. Wcześniejsze zapowiedzi sugerowały, że w II półroczu EBIT mógłby wynieść ok. 20 mln PLN, co sugerowałyby ok. 25 mln EBIT w IV kwartale. Jednak prezes obniża oczekiwania na wyniki mówiąc, że przesunięcia niektórych kontraktów mogą zmniejszyć planowany EBIT IV kwartału o ok. 10 mln PLN. Pomimo bardzo wysokich strat spółce udało się utrzymać zadłużenie na zbliżonym poziomie r/r dzięki wysokiej amortyzacji i niegotówkowym charakterze niektórych kosztów. Wprawdzie można oczekiwać, że spółka najgorsze ma za sobą (choć te nadzieje powtarzają się od kilku lat), to trudno znaleźć potencjał do silnego rozwoju spółki. Rok 2010 powinien być lepszy, jednak Sygnity prawdopodobnie ponownie pokaże straty.



Program oszczędnościowy niewystarczający

Sygnity chce zmniejszyć koszty o min. 40 mln PLN w skali 12 miesięcy w ciągu najbliższego roku. Z tego 15 mln PLN ma być widoczne już w IV kwartale. Zakładając, że EBIT w IV kwartale wyniesie 22 mln PLN, Sygnity miałyby w całym 2009 roku 35.4 mln PLN straty operacyjnej po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych. W wyniku tym będzie już widoczna redukcja kosztów o 20 mln PLN. Sama redukcja kosztów o kolejne 20 mln PLN, przy założeniu pozostałych warunków niezmiennych, oznaczałaby stratę EBIT w kolejnym roku na poziomie 15 mln PLN. Wprawdzie ostatnio podpisane kontrakty sugerują, że portfel zamówień pozwala oczekiwać, że sprzedaż może być wyższa r/r, to rosnąca walka konkurencyjna będzie redukować marże.

Podtrzymanie negatywnej rekomendacji

Krótkoterminowe czynniki, takie jak podpisywane kontrakty oraz zapowiedzi kolejnej restrukturyzacji wpływają ostatnio pozytywnie na cenę akcji Sygnity. Jednak problemy strukturalne - zbyt wysokie koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w stosunku do marży brutto, pozostają cały czas aktualne. Uważamy, że ta sytuacja się nie zmieni. Obniżamy naszą wycenę po słabych wynikach II i III kwartału z 14.8 PLN do 11.2 PLN oraz rekomendujemy sprzedawanie akcji.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	11,5/23,5
Liczba akcji (mln)	11.89
Kapitalizacja (mln PLN)	202
EV (mln PLN)	250
Free float (mln PLN)	131
Sredni obrót (mln PLN)	1.9
Główny akcjonariusz	Legg Mason
% akcji, % głosów	12,5

	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	16.7	1.3	-40.2
Zmiana rel. WIG (%)	14.2	-4.9	-88.1

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	661.3	-83.6	-50.5	-91.2	-59.1	-5.0	-2.2	26.3	-3.4	0.65	-2.9	-4.8	-8.6
2010p	715.2	-1.6	24.3	-6.4	-4.2	-0.4	1.8	26.0	-48.5	0.65	-155.5	9.9	-0.7
2011p	751.0	14.3	36.2	9.7	6.3	0.5	2.4	26.5	32.1	0.64	16.8	6.7	1.0
2012p	803.6	23.8	38.5	19.3	12.5	1.1	2.3	27.6	16.1	0.62	10.2	6.3	1.9

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN,

Program oszczędnościowy po tragicznym II kwartale

Po bardzo słabym II kwartale spółka zaczęła wdrażać program oszczędnościowy. W I etapie (wrzesień - grudzień 2009) chce zmniejszyć koszty o 15 mln PLN poprzez zwolnienia i ograniczenia czasu pracy. W II etapie rozłożonym na rok 2010, ma nastąpić zmniejszenie kosztów o min. 40 mln PLN w skali 12 miesięcy. W II etapie zarząd chce zamknąć nierentowne linie produktowe oraz zrezygnować z niektórych działalności. Spółka planuje zmniejszyć ilość etatów o ok. 100 osób oraz liczbę podwykonawców (najczęściej dawnych pracowników Computerlandu) o 150. Spółka zrealizowała już działania z etapu II, które obniżą koszty o 20 mln PLN w 2010 roku. Sądzymy, że cięcia kosztów są działaniami dostosowawczymi do nowej sytuacji (zmniejszonych zamówień). Biorąc pod uwagę tragiczne wyniki w tym roku (nawet abstrahując od rezerw), nie sądzymy, aby redukcje kosztów pozwoliły wyjść spółce ponad break even w 2010.

EBIT w 2010 poniżej zera

Po 3 kwartałach 2009 Sygnity miało 57 mln PLN straty EBIT po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych. Można założyć, że IV kwartał nie przyniesie nie więcej niż 15-20 mln PLN już po uwzględnieniu redukcji kosztów o 20 mln PLN. Oznacza to, że redukcja kosztów o kolejne 20 mln PLN w roku 2010 przy założeniu pozostałych warunków niezmiennych nie wystarczyłaby, aby Sygnity pokazało dodatni EBIT. Oczywiście poprawa sytuacji rynkowej może dać szansę na wyjście na plus, jednak z drugiej strony redukcja kosztów wcale nie musi się w całości powieść. Dlatego realistycznie należałoby oczekiwać straty EBIT na poziomie 0-15 mln PLN w następnym roku.

Sam prezes Kardach stwierdził, że wprowadzenie portfela zamówień pozwala oczekiwać, że sprzedaż może być wyższa r/r, to presja na marżę jest jednak ogromna. Według niego, jeśli uda się wypracować zysk operacyjny, to będzie on niewielki. Biorąc więc pod uwagę, że w ostatnich dwóch latach zarząd nadmiernie optymistycznie oceniał kolejny rok, należy raczej oczekiwać straty operacyjnej.

Nowe kontrakty

Spółka podpisała w ostatnim czasie kilka kontraktów, które pomogą w przyszłym roku nieznacznie zwiększyć przychody. Najprawdopodobniej jednak w związku ze słabym rynkiem i silną konkurencją, odbije się to na ich rentowności. Ostatnio Sygnity popisało kontrakty z:

- PFRON dwuletnią umowę za 14.9 mln PLN brutto na modyfikację systemu obsługi dofinansowań i refundacji.
- GUS na sprzedaż praw autorskich do elementów systemu IT zbudowanego na potrzeby przeprowadzenia powszechnego spisu rolnego w 2010 r. oraz narodowego spisu powszechnego ludności i mieszkań w 2011 r o wartości 9.76 mln PLN brutto.
- Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich umowę poszerzającą zakres prac przy wdrażaniu systemu Syriusz za 18 mln PLN. Łączna wartość wszystkich umów zawartych w ciągu ostatnich 12 miesięcy z Centrum osiągnęła kwotę 57.05 mln PLN netto.
- Parlamentem Europejskim na realizację projektu o nazwie ITS08- LOT 7 w konsorcjum z European Dynamice. W ramach projektu wykonawcy zadają o rozwój, wdrożenie i utrzymanie systemów informatycznych klienta. Kontrakt podpisano na dwa lata z możliwością przedłużenia o dwa kolejne okresy roczne. Budżet przygotowany przez Parlament Europejski na ten projekt (na całe cztery lata) to 34.1 mln EUR. Sygnity w ramach konsorcjum może liczyć na 22% wartości umowy, czyli ok. 7.5 mln EUR (31.3 mln PLN).

Powyższe projekty mogą pozwolić na nieznaczną poprawę przychodów w roku przyszłym. Należy jednak też dodać, że w roku 2010 o kilkanaście mln PLN mniej przyniosą umowy z Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich oraz o kilka mln PLN mniej Poczta Polska. Poprawę natomiast powinny pokazać projekty z PSE, a niewiadomą pozostaje co dalej z TP S.A.

IV kwartał będzie gorszy niż wcześniej zapowiadano

Spółka po bardzo słabym II kwartale, zapowiadała, że II połowa roku powinna przynieść 20 mln PLN zysku EBIT, przy czym część mogłaby wynikać z odwrócenia wcześniejszych rezerw. Jednak ostatnie wypowiedzi sugerują, że spółce na pewno nie uda się osiągnąć zapowiadanych wcześniej przez zarząd 700 mln PLN przychodów, ale około 640-650 mln PLN. Prognoza 20 mln PLN EBIT w II półroczu zakładała, że spółka zrealizuje wszystkie projekty na ten okres, które ma w portfelu. Tymczasem w trzech przypadkach klienci zaczynają wspominać o ich lekkim przesunięciu. Ubytek na wyniku operacyjnym może sięgnąć około 10 mln PLN. Wypowiedzi prezesa sugerują więc ok. 240 mln PLN przychodów oraz ok. 15-20 mln PLN EBIT w IV kwartale.

III kwartał słaby choć powyżej oczekiwań dzięki jednorazówce

Wyniki III kwartału były nieznacznie powyżej naszych oczekiwań, jednak prawie cała różnica może być wytłumaczona przez rozwiązanie rezerw na poziomie 4.7 mln PLN. Inną jednorazówką (którą uwzględniliśmy) była sprzedaż KPG. Przychody ze sprzedaży były zgodne z naszymi oczekiwaniami i spadły o 29.8% r/r. Sygnity twierdzi, że głównym czynnikiem obniżającym sprzedaż to brak zamówień na infrastrukturę głównie w sektorach bankowo-finansowym i publicznym. Przychody sektora publicznego były porównywalne w III kw 2009 w stosunku do III kw 2008, natomiast w innych sektorach odnotowano spadek sprzedaży. Po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych EBITDA spadła z 11.9 mln PLN do -1.4 mln PLN. Pokazuje to jak słabe są wyniki grupy oraz to, że sama redukcja kosztów nie pozwoli na solidne wyniki (EBIT powyżej zera).

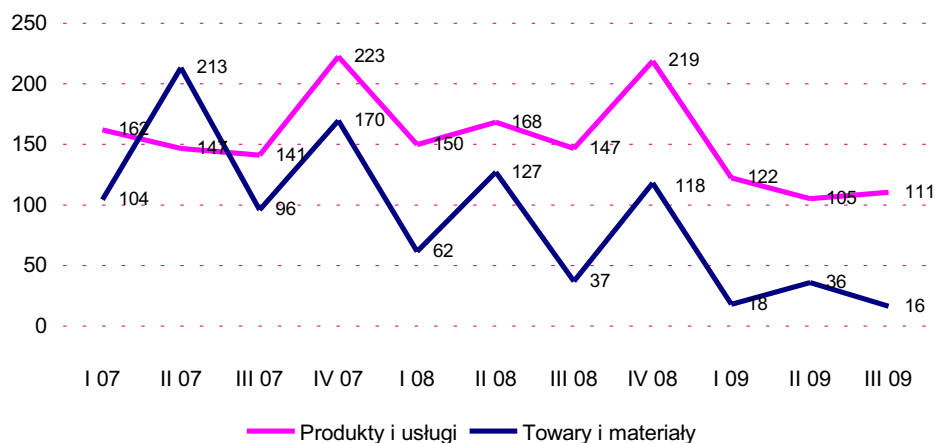
Warto zauważyć, że spółka powoli wycofuje się z mniej rentownych przedsięwzięć, co widać w bardzo małych wartościach sprzedaży towarów i materiałów. Za 3 kwartały spadek przychodów w tej kategorii wyniósł 69% r/r podczas gdy w usługach i produktach własnych wyniósł o 27.2%. W III kwartale słabe w porównaniu z poprzednimi kwartałami były przychody z sektora utilities, który miał w tym roku jako jedyny wzrosnąć. Pozostałe segmenty tak jak w I półroczu zgodnie traciły r/r.

Skonsolidowane wyniki Sygnity za III kwartał 2009 roku

mln PLN	III kwartał 2008	III kwartał 2009	zmiana	prognoza Millennium	wynik vs. prognoza
Przychody	180.6	126.8	-29.8%	128.0	-0.9%
EBITDA	20.6	4.5	-78.2%	-3.2	-240.6%
EBIT	9.0	-4.6	-151.1%	-10.5	-56.2%
Zysk netto	3.5	-5.7	-262.9%	-9.8	-41.8%
Marże					
Marża EBITDA	11.4%	3.5%		-2.5%	
Marża netto	1.9%	-4.5%		-7.7%	

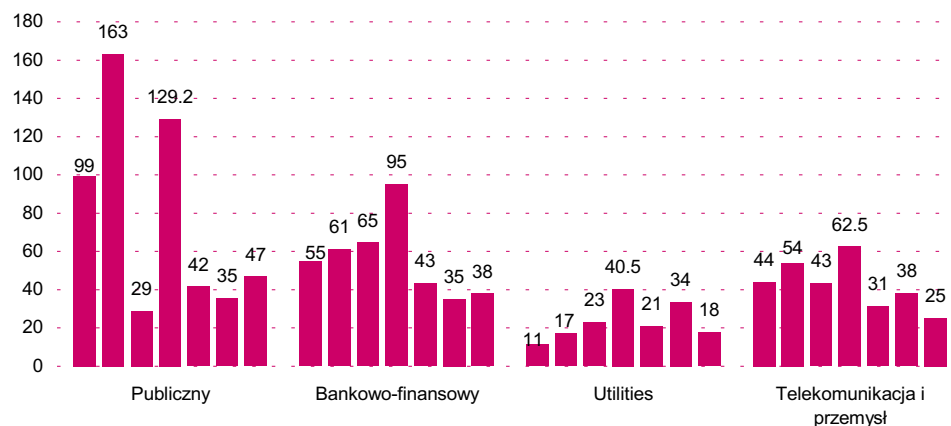
Źródło: Sygnity, Millennium DM.

Sprzedaż produktów a sprzedaż towarów



Źródło: Sygnity S.A.

Sprzedaż wg sektorów (okres I kw 08 - III kw 09)

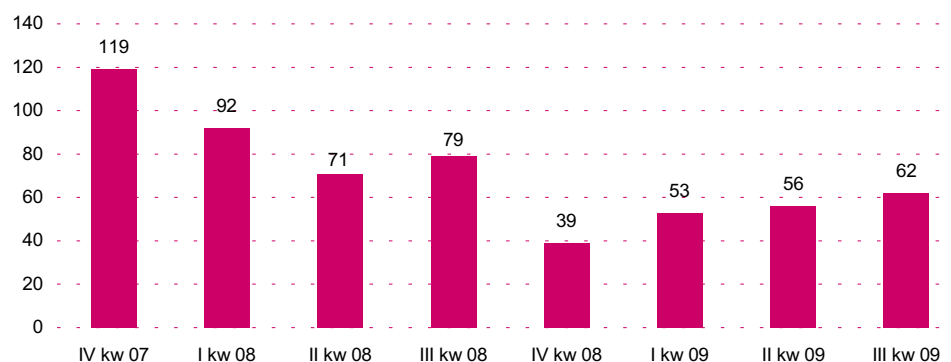


Źródło: Sygnity S.A.

Zadłużenie

Spółka w poprzednich kwartałach całkiem nieźle radziła sobie z redukcją zadłużenia netto, które na koniec 2008 roku wyniosło 39 mln PLN. W ciągu pierwszych 3 kwartałów zadłużenie wzrosło i osiągnęło poziom 62 mln PLN po III kwartale. IV kwartał przyniesie zapewne spadek zadłużenia, gdyż w połowie listopada wyniosło zaledwie 37 mln PLN. Wynika to z faktu, że straty w pierwszej połowie roku miały w dużym stopniu charakter niegotówkowy oraz fakt, że amortyzacja dająca gotówkę cały czas jest istotna (ok. 9 mln PLN kwartalnie). Spadające zadłużenie sprawia, że spółka nie spieszy się z uchwaloną emisją akcji, która miała poprawić płynność finansową i pozwolić na realizację kontraktów w IV kwartale. Spółka mogłaby pozyskać kilkanaście milionów PLN.

Zadłużenie netto na koniec kwartałów (mln PLN)



Źródło: Sygnity S.A.

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 148 mln PLN, czyli 12.5 PLN na akcję. Natomiast w oparciu o metodę porównawczą wyceniamy spółkę na 117 mln PLN (9.8 PLN na akcję). Średnia obu metod implikuje końcową wycenę na poziomie 133 mln PLN, czyli 11.2 PLN na 1 akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena Sygnity (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	148	12.5
Wycena porównawcza	117	9.8
Wycena Sygnity	133	11.2

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	661.3	715.2	751.0	803.6	850.2	891	927	964	997	1 027	
EBIT (1-T)	-67.8	-1.3	11.6	19.2	22.0	24.4	26.6	28.9	31.1	33.0	
amortyzacja	33.1	25.9	21.9	14.8	13.5	14.0	14.3	14.5	14.6	14.7	
inwestycje	-9.0	-12.0	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	
zmiana kap.obrotowego	21.8	2.9	-6.8	-10.0	-8.9	-7.8	-6.8	-7.1	-6.4	-5.7	
FCF	-21.8	15.6	11.6	9.0	11.6	15.6	19.1	21.4	24.2	27.0	324.1
zmiana FCF	-		-25.2%	-22.8%	28.9%	34.6%	22.4%	11.9%	13.5%	11.5%	2.0%
dług/kapitał	12.8%	8.3%	13.4%	10.2%	8.5%	7.6%	6.3%	4.3%	1.7%	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%	9.6%	9.9%	10.2%	10.5%	10.8%	10.9%	11.2%	11.4%	11.6%	10.5%
PV (FCF)	(22)	14	10	7	8	9	10	10	10	10	121
wartość DCF (mln PLN)	187.4		w tym wartość rezydualna			121					
dług (-)/gotówka(+) netto	-39.1										
wycena DCF (mln PLN)	148.3										
Liczba akcji (mln)	11.9										
wycena 1 akcji (PLN)	12.5										

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_f rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
	4.0%	11.8	12.4	13.1	13.8	14.7	15.7	16.9
	4.5%	11.3	11.8	12.4	13.1	13.9	14.8	15.8
	5.0%	10.8	11.3	11.9	12.5	13.2	13.9	14.8
	5.5%	10.4	10.9	11.4	11.9	12.5	13.2	14.0
	6.0%	10.1	10.5	10.9	11.4	12.0	12.6	13.3

Źródło: Millennium DM

Opierając się na metodzie DCF, szacujemy wartość Sygnity na 148 mln PLN, czyli 12.5 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	10.6	9.7	9.3	11.7	10.6	9.6	17.1	15.4	13.9
ORACLE CORP ORCL	11.1	10.4	9.3	11.4	10.6	9.6	18.4	15.4	14.0
SAP AG SAP	13.0	11.2	10.1	14.9	12.6	11.3	20.7	17.5	15.6
ACCENTURE LTD-CL A ACN	7.3	6.9	6.7	8.5	7.8	7.6	14.8	13.8	12.9
CAP GEMINI SA CAP	5.6	5.3	4.7	8.2	7.3	6.0	17.1	13.7	11.3
INDRA SISTEMAS SA IDR	8.8	8.3	7.7	9.9	9.4	9.0	13.7	13.2	12.1
ATOS ORIGIN SA ATO	5.6	5.1	4.5	11.5	8.6	7.2	16.5	12.0	9.7
TIETOENATOR OYJ TIE1V	7.3	5.9	5.4	13.0	9.1	7.8	15.4	11.7	10.1
ASSECO POLAND SGN	6.6	6.7	6.6	7.8	8.1	7.9	13.1	14.5	13.7
COMARCH SA CMR	14.0	8.2	7.1	42.1	14.7	11.3	45.6	19.2	14.9
Mediana	8.1	7.6	6.9	11.5	9.2	8.4	16.8	14.2	13.3
Wyniki spółki (mln PLN)	-51	24	36	-84	-2	14	-59	-4	6
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)	-	145	215	-	-	87	-	-	84
Wycena grupy Sygnity	117								
Wycena 1 akcji (PLN)	9.8								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Opierając się na metodzie porównawczej, szacujemy wartość grupy Sygnity na 117 mln PLN, czyli 9.8 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	661.3	715.2	751.0	803.6
Koszty wytworzenia	-1 051.0	-809.6	-573.8	-548.0	-567.9	-607.7
Koszty sprzedaży	-74.6	-64.8	-64.5	-58.0	-58.0	-59.2
Koszty ogólnego zarządu	-160.1	-126.2	-123.0	-110.7	-110.7	-112.9
Zysk (strata) na sprzedaży	-83.8	-4.9	-100.0	-1.6	14.3	23.8
Pozostała działalność operacyjna	11.8	16.4	16.4	0.0	0.0	0.0
EBITDA	-16.3	56.5	-50.5	24.3	36.2	38.5
EBIT	-72.0	11.5	-83.6	-1.6	14.3	23.8
saldo finansowe	-13.2	-9.0	-7.5	-4.9	-4.6	-4.4
zysk przed opodatkowaniem	-85.2	2.5	-91.2	-6.4	9.7	19.3
podatek dochodowy	4.0	-4.1	17.3	1.2	-1.8	-3.7
zysk netto	-65.7	-1.5	-59.1	-4.2	6.3	12.5
EPS	-8.2	-0.1	-5.0	-0.4	0.5	1.1

Bilans (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
aktywa trwałe	318.5	280.3	256.2	242.3	235.4	235.6
wartości niematerialne i prawne	91.8	69.8	47.5	32.3	21.9	19.8
rzeczowe aktywa trwałe	42.2	31.5	29.7	31.0	34.4	36.9
inwestycje długoterminowe	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
aktywa obrotowe	544.0	492.3	332.1	349.4	367.6	387.3
zapasy	71.6	42.7	33.6	36.4	38.2	40.9
należności	407.9	316.3	198.4	200.3	210.3	225.0
inwestycje krótkoterminowe	61.1	127.4	94.3	106.9	113.3	115.5
rozliczenia międzyokresowe	3.4	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
aktywa razem	862.4	772.6	588.3	591.7	603.0	622.9
kapitał własny	343.5	372.1	313.0	308.9	315.2	327.7
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	515.8	397.2	272.0	279.5	284.5	291.9
zobowiązania długoterminowe	32.0	30.2	30.2	30.2	30.2	30.2
zobowiązania krótkoterminowe	483.9	316.9	191.7	199.2	204.2	211.6
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	16.8	50.1	50.1	50.1	50.1	50.1
pasywa razem	862.4	772.6	588.3	591.7	603.0	622.9
BVPS	43.1	31.3	26.3	26.0	26.5	27.6

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
wynik netto	-65.7	-1.5	-59.1	-4.2	6.3	12.5
amortyzacja	55.7	45.0	33.1	25.9	21.9	14.8
zmiana kapitału obrotowego	-50.2	-165.6	21.8	2.9	-6.8	-10.0
gotówka z działalności operacyjnej	-4.7	43.4	-4.1	24.7	21.4	17.3
inwestycje (capex)	-31.3	-20.1	-9.0	-12.0	-15.0	-15.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-6.4	28.7	-9.0	-12.0	-15.0	-15.0
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	-13.1	12.7	6.4	2.3
DPS	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CEPS	-1.3	3.7	-2.2	1.8	2.4	2.3
FCFPS	-11.5	-12.0	-1.1	1.1	0.5	0.2

Wskaźniki (%)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
zmiana sprzedaży	29.6	-17.2	-33.6	8.2	5.0	7.0
zmiana EBITDA	-113.1	-446.2	-189.4	-148.2	48.7	6.5
zmiana EBIT	-227.9	-116.0	-827.4	-98.1	-1023.4	65.9
zmiana zysku netto	-256.2	-97.7	3838.0	-93.0	-251.4	98.5
marża EBITDA	-1.4	5.7	-7.6	3.4	4.8	4.8
marża EBIT	-6.0	1.2	-12.6	-0.2	1.9	3.0
marża netto	-5.5	-0.2	-8.9	-0.6	0.8	1.6
sprzedaż/aktywa	139.4	128.9	112.4	120.9	124.5	129.0
dług / kapitał własny	28.8	31.7	26.3	24.9	25.2	24.7
odsetki / EBIT	18.3	-78.3	9.0	314.5	-32.1	-18.7
stopa podatkowa	4.7	164.0	19.0	19.0	19.0	19.0
ROE	-10.1	-0.2	-8.6	-0.7	1.0	1.9
ROA	-6.7	-0.2	-7.6	-0.7	1.1	2.1
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-57.7	-39.1	-52.2	-39.6	-33.2	-31.0

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

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

Dyrektor
banki i finanse, handel

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

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

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

Analityk
przemysł drzewny i materiałów budowlanych,
motoryzacja, energetyka

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

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Sprzedaż

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

Dyrektor

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

Dyrektor

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.przytula@millenniumdm.pl

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

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 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, 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 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 udziału 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	Redukuj	5 sie 09	17.0	14.8

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	4	11%
Akumuluj	9	24%
Neutralnie	13	35%
Redukuj	7	19%
Sprzedaj	4	11%

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

Świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*		
Kupuj	4	15%
Akumuluj	7	27%
Neutralnie	6	23%
Redukuj	7	27%
Sprzedaj	2	8%

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