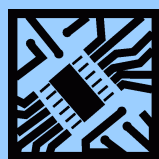


2 marca 2010

Aktualizacja raportu


Sektor IT
Polska

Cena bieżąca	12,57 PLN
Cena docelowa	18,20 PLN
Kapitalizacja	149 mln PLN
Free float	99 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,71 mln PLN

Sygnity

COMW.WA; SGN.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

Ciężki rok, ale płynność niezagrażona

Bieżący rok powinien przynieść znaczącą poprawę wyników finansowych spółki. Brak jednorazowych wydarzeń (utworzone rezerwy oraz zyski ze sprzedaży aktywów) oraz wprowadzany przez zarząd program oszczędnościowy poprawią wynik operacyjny o około 75 mln PLN. Dodatkowo obecna kontrakcja daje naszym zdaniem duże szanse na wzrost przychodów w tym roku o 80 mln PLN w ujęciu r/r, co przyniesie według naszych szacunków dodatkowe 10-12 mln PLN zysku operacyjnego. Jednocześnie obecne zasoby gotówkowe spółki pozwalają na zapłatę kar umownych bez stwarzania zagrożenia dla płynności Sygnity. W związku z powyższym podtrzymujemy naszą dotychczasową rekomendację kupuj wyznaczając cenę docelową dla akcji spółki na poziomie 18,2 PLN (poprzednio 18,1 PLN).

Struktura akcjonariatu

Legg Mason	12,47%
Pioneer Pekao IM	8,59%
BB Investment Sp z o.o.	6,73%
ING IM	6,15%

Pozostali	66,06%
-----------	--------

Prezentacja sektora

Według szacunków rynek informatyczny w 2009 roku stracił na wartości około 10% zmniejszając swoją wartość do 10,3 mld USD. Na 2010 rok przewidywany jest 3% wzrost wydatków na IT. Sektor cały czas czekają wielkie inwestycje ze strony państwa, na które przeznaczone będą również fundusze unijne i których wartość na lata 2007-2013 ma przekroczyć 14 mld PLN.

Profil spółki

Sygnity jest jednym z czołowych polskich integratorów IT. Działalność spółki skupia się na świadczeniu usług informatycznych na rzecz klientów z sektora administracji publicznej, opieki zdrowotnej, finansowego, telekomunikacyjnego i przemysłowego.

Wyniki 4Q2009

Spółka zanotowała znaczny spadek przychodów (-51,3% r/r), który został jednak częściowo zrekompenzowany dużymi oszczędnościami kosztowymi uzyskanymi przede wszystkim z czasowej redukcji pensji oraz zawieszenia systemu premiowego w spółce. W rezultacie wynik operacyjny czwartego kwartału wyniósł 11,3 mln PLN (11,5 mln PLN naszych oczekiwań), a zysk netto sięgnął 6,9 mln PLN wobec prognozowanych przez nas 8,5 mln PLN.

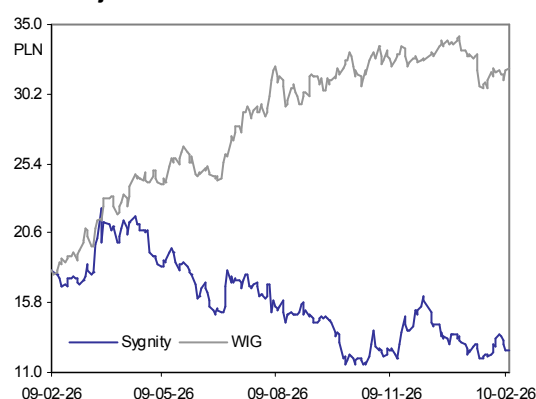
Program oszczędnościowy

Wdrażany w spółce program oszczędnościowy obejmujący między innymi istotną redukcję zatrudnienia (obecny stan redukcji to około 350 etatów) obniży naszym zdaniem koszty działalności spółki w 2010 roku o 25 mln PLN w porównaniu do ubiegłego roku. Dodatkowych 5 mln PLN oszczędności płynących z pełnego efektu wprowadzonych cięć kosztów spodziewamy się w 2011 roku.

Kwestia płynności

Na koniec roku Sygnity posiadało gotówkę netto w wysokości około 4 mln PLN, a na 26 lutego wartość gotówki netto wzrosła do 6 mln PLN. Stan ten uważamy za przejściowy i w ciągu roku spółka ponownie wejdzie w zadłużenie netto. Obecne poziomy gotówkowe są jednak naszym zdaniem wystarczające by dokonać spłaty kar umownych oczekiwanych w związku z obrezerwowanymi kontraktami (do 35 mln PLN). W ogólnym rozrachunku spodziewamy się wzrostu długu netto na koniec 2010 roku do 36,8 mln PLN. Poziom ten uważamy jednak za niestanowiący zagrożenia dla płynności spółki.

Kurs akcji SGN na tle WIG



Piotr Grzybowski

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	995,7	572,7	653,0	756,8	864,7
EBITDA	56,6	-60,3	22,0	39,1	47,7
marża EBITDA	5,7%	-10,5%	3,4%	5,2%	5,5%
EBIT	11,5	-94,8	-9,6	8,4	23,8
Zysk netto	-1,5	-89,4	-13,7	0,3	15,4
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
P/E*	-	-	-	12,7	7,6
P/CE	3,4	-	8,4	4,8	3,8
P/BV	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	2,9	-	8,6	4,7	3,6

* wartość wskaźników skorygowana o amortyzację wartości firmy

Za nami ciężki rok, ale płynność niezagrażona

Bieżąca sytuacja finansowa

Wyniki 4Q 2009 - niskie przychody, duże oszczędności

Sygnyty zgodnie z naszymi oczekiwaniami zaprezentowało słabe wyniki finansowe za czwarty kwartał 2009 roku. Głównymi zaskoczeniami wyników są bardzo niskie przychody oraz wysoka marża brutto na sprzedaży. Częściowo wynika ona z jednorazowego zysku osiągniętego z tytułu zwrotu niesłusznie naliczonej kary przez ARIMR. Częściowo jest to też efekt planu restrukturyzacyjnego polegającego na czasowym obniżeniu wynagrodzeń oraz zamrożeniu systemu premiowego). Wpływ jednorazowych wydarzeń na wynik operacyjnych sięgnęło 2,9 mln PLN, przy zakładanych przez nas 3,0 mln PLN.

Przychody spółki wyniosły 164,3 mln PLN, tj. o 17,9% mniej niż przewidywaliśmy w naszych prognozach. Bardzo niskie przychody w czwartym kwartale (-51,3% r/r) spółka tłumaczy przesunięciem realizacji 3 kontraktów oraz odstąpieniem klientów od realizacji dwóch zleceń. Udział usług i produktów własnych w przychodach wyniósł 75,4%, przy 64,9% przed rokiem. Niski poziom przychodów został zrekompensowany wysoką marżą brutto, która wzrosła w porównaniu do ubiegłego roku z 24,1% do 30,7%. Jak zaznaczyliśmy wyżej wynika to częściowo z wydarzenia jednorazowego w kwocie 2,9 mln PLN. Pomijając jego efekt marża pozostaje jednak znacząco wyższa (28,9%) od naszych oczekiwań (23,0%) i zeszłorocznego osiągnięcia (24,1%) i jest ona efektem czasowej obniżki wynagrodzeń oraz zawieszeniem systemu premiowego związanych z pierwszym etapem planu restrukturyzacyjnego.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu spadły w porównaniu do ubiegłego roku z 51,7 mln PLN do 39,6 mln PLN. Spadek ten był mniejszy o naszych prognoz przewidujących powyższe koszty na poziomie 37,0 mln PLN. Odchylenie jednak jest wynikiem większego zakładanego przez nas większego udziału redukcji tych kosztów w całkowitych oszczędnościach poczynionych przez spółkę.

Saldo pozostałe działalności operacyjnej wyniosło +0,5 mln PLN wobec zakładanych przez nas +2,5 mln PLN. Odchylenie jest przede wszystkim efektem oczekiwanych przez nas na poziomie salda rozwiązań rezerw na kwotę 3,0 mln PLN. W efekcie wynik operacyjny wyniósł 11,3 mln PLN wobec 11,5 mln PLN naszej prognozy.

Wyższe od naszych założeń było ujemne saldo na działalności finansowej (-2,9 mln PLN przy -2,0 mln PLN prognozy). Jest to efekt wyższych kosztów odsetkowych, które wzrosły wyraźnie zwłaszcza w odniesieniu do obligacji (z 0,9 mln PLN w 3Q2009 do 2,1 mln PLN w 4Q2009). Nieco wyższy od prognozowanego był też naliczony podatek dochodowy (1,6 mln PLN vs 1,0 mln PLN prognozy). Ostatecznie wynik netto Sygnyty wyniósł w czwartym kwartale 6,9 mln PLN wobec oczekiwanych przez nas 8,5 mln PLN.

Podsumowując, wyniki spółki oceniamy jako słabe, ale nie powinny one raczej stanowić zaskoczenia dla inwestorów. Za główne negatywne zaskoczenie uważamy bardzo niskie przychody wynikające z problemów z kontraktacją. In plus spółce należy policzyć pozytywne efekty przeprowadzonej restrukturyzacji kosztowej. Pozytywnie należy też ocenić zmiany w bilansie spółki – na koniec roku udało się osiągnąć gotówkę netto w wysokości 4 mln PLN. Zwracamy jednak uwagę, że pojawienie się gotówki netto w spółce ma najprawdopodobniej charakter przejściowy i do końca pierwszego kwartału spółka powinna ponownie pokazywać zadłużenie netto. Również część poczynionych oszczędności ma charakter przejściowy (czasowa obniżka pensji miała miejsce do końca 2009 roku).

Wyniki finansowe Grupy Sygnyty w czwartym kwartale 2009 roku

(mln PLN)	4Q2009	4Q2008	zmiana	4Q2009P	różnica	konsensus	różnica	2009	2008	zmiana
Przychody	164,3	337,1	-51,3%	200,1	-17,9%	219,0	-25,0%	572,7	995,7	-42,5%
EBITDA	19,6	38,3	-48,7%	18,8	4,3%	22,7	-13,5%	-60,3	56,6	-
marża	11,9%	11,4%	-	9,4%	-	10,4%	-	-10,5%	5,7%	-
EBIT	11,3	27,8	-59,2%	11,5	-1,6%	16,3	-30,4%	-94,8	11,5	-
Zysk brutto	8,5	24,8	-65,6%	9,5	-10,3%	-	-	-103,1	2,8	-
Zysk netto	6,9	18,6	-62,8%	8,5	-18,7%	14,2	-51,2%	-89,4	-1,5	-

Źródło: Sygnyty

Perspektywy na przyszłość

Portfel kontraktów daje nadzieję na poprawę sprzedaży

Według stanu na 26 lutego 2010 roku wartość portfela zamówień posiadanego przez Sygnity wynosi 291,5 mln PLN, co jest wartością zbliżoną do portfela kontraktów jaki spółka posiadała na 2009 rok dokładnie rok wcześniej. W strukturze segmentowej portfela widoczny jest spadek zamówień w segmencie przemysłowo-telekomunikacyjnym (o 23,0%), co jest przede wszystkim efektem zmniejszonych zamówień ze strony Telekomunikacji Polskiej. Poprawę backlogu (+15,6% r/r) spółka notuje natomiast w sektorze publicznym, co jest związane z przetargami realizowanymi dla Unii Europejskiej, a także zwycięstwem w przetargu na ZMOKU w ramach budowy elektronicznej administracji. W sektorze bankowo-finansowym oraz sektorze użyteczności publicznej spółka zanotowała nieznaczne obniżenie kontraktacji w porównaniu do ubiegłego roku (odpowiednio o 3,5% i 4,5%).

Portfel kontraktów Sygnity na dzień 26 lutego 2009 i 26 lutego 2010

	26/02/2009	26/02/2010	zmiana
Sektor bankowy	98,3	94,8	-3,5%
Sektor publiczny	94,5	109,2	15,6%
Sektor przemysłowo-telekomunikacyjny	53,5	41,2	-23,0%
Utilities	45,1	43,0	-4,5%
Pozostałe	0,5	3,3	551,8%
Ogółem	291,8	291,5	-0,1%

Źródło: Sygnity

Naszym zdaniem obecny portfel zamówień stanowi dobry prognostyk jeżeli chodzi o tegoroczny wzrost przychodów. Jego wartość jest co prawda identyczna z ubiegłoroczną, ale należy pamiętać, że początek kontraktacji w ubiegłym roku był bardzo dobry i dopiero drugie półrocze przyniosło istotne załamanie kontraktacji. Od 15 maja 2009 do końca roku spółka pozyskała kontrakty za zaledwie 176,4 mln PLN, z czego w ostatnich czterech miesiącach kontraktacja sięgnęła 85,3 mln PLN. Dla porównania tylko przez ostatnie półtora miesiąca 2008 roku Sygnity podpisało i wykonało kontrakty za kwotę 137,0 mln PLN. Uważamy, że tak słabe drugie półrocze nie powinno się już powtórzyć w 2010 roku. Spodziewamy się przyrostu backlogu Sygnity na 2010 rok w tym okresie o co najmniej 250 mln PLN.

Program oszczędnościowy

Drugi etap planu restrukturyzacyjnego wprowadzanego przez Zarząd ma przynieść w bieżącym roku co najmniej 40 mln PLN oszczędności. Elementem planu jest redukcja zatrudnienia, która w tej chwili sięgnęła 350 etatów, a zdaniem zarządu jeszcze w pierwszym półroczu dojdzie do dalszej redukcji etatów. Zakładamy, że łącznie zatrudnienie w Sygnity zmniejszy się o 420 etatów, co w bieżącym roku przyniesie około 33,0 mln PLN. Około 12 mln PLN oszczędności oczekujemy z tytułu połączenia spółek zależnych, utworzenia centrum zakupowego oraz braku obciążenia nierentownymi kontraktami, które obniżały wynik pierwszych miesięcy 2009 roku (przed ich obrezerwowaniem). Łącznie koszty działalności spadną w porównaniu do 2009 roku o około 25 mln PLN (uwzględniając, że część oszczędności wpłynęła już na wyniki 4Q2009).

Kwestia płynności

Według informacji podanych w raporcie na dzień 26 lutego Sygnity posiadało 6 mln PLN gotówki netto. Stan ten uważamy za przejściowy i w przeciągu roku spółka ponownie pokaże zadłużenie netto. Dodatkowo spodziewamy się wydatkowania około 35 mln PLN rezerw. W rezultacie oczekujemy, że na koniec bieżącego roku zadłużenie netto Sygnity wyniesie około 37 mln PLN, co stanowić będzie 1,7 tegorocznego wyniku EBITDA spółki. Wartość tego wskaźnika uważamy za bezpieczną dla zachowania przez spółkę płynności.

Prognozy 2010 rok

Wzrost przychodów, wprowadzany program oszczędnościowy, a także brak obciążających wynik finansowy rezerw powinny wpływać na znaczącą poprawę wyników spółki w porównaniu do ubiegłego roku. Ze względu na słabszą sprzedaż osiągniętą przez spółkę obniżamy nasze oczekiwania dotyczące obrotów 2010 roku z 678,4 mln PLN do 653,0 mln PLN. Jednocześnie obniżamy z -2,1 mln PLN do -9,6 mln PLN naszą prognozę wyniku operacyjnego Sygnity w 2010 roku.

Wycena

Podsumowanie wyceny Sygnity

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	211,3	50%	
Wycena porównawcza	183,5	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	133,5	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	233,6	50%	
Średnia	197,4		216,2
na 1 akcję Sygnity			18,2

Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Sygnity w okresie od 2010 do 2019 roku.
2. W okresie prognozy oraz po okresie objętym prognozą zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,2% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
3. Po okresie prognozy przyjmujemy wzrost FCF na poziomie 3,0%.
4. Zakładamy pełne wydatkowanie utworzonych rezerw w 2010 roku.
5. W wycenie porównawczej korygujemy zysk netto o amortyzację wartości firmy, która dla lat 2010-2012 wynosi odpowiednio 12,6 mln PLN, 11,5 mln PLN i 4,3 mln PLN.

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA oraz P/E dla polskich i zagranicznych spółek informatycznych na lata 2010, 2011 i 2012. Dla kolejnych lat przyjmujemy odpowiednio wagi 25%, 45% i 30%.

Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla spółek informatycznych

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Microsoft Corp		8,9	8,1	7,5	14,3	13,2	11,8
Cap Gemini		6,9	5,8	5,0	17,8	14,0	11,0
SAP AG		10,5	9,6	8,6	16,4	14,7	13,0
Oracle Corp		9,4	8,3	7,8	15,4	13,4	12,2
Accenture Ltd		7,7	7,2	6,9	15,1	13,5	12,0
Indra Sistemas		8,3	7,7	7,6	12,2	11,2	11,0
Tietoerator		6,5	5,9	5,4	12,9	11,3	10,0
Atos Origin SA		5,5	4,9	4,4	13,2	10,8	8,9
LOGICA Plc		7,3	6,9	6,2	10,3	9,3	8,1
IBM		7,3	6,9	6,4	11,5	10,5	9,9
Asseco Poland		6,9	6,4	5,8	11,7	11,0	10,2
Comarch		11,4	8,4	6,9	21,3	16,3	13,6
Maksimum		11,4	9,6	8,6	21,3	16,3	13,6
Minimum		5,5	4,9	4,4	10,3	9,3	8,1
Mediana		7,5	7,0	6,6	13,8	12,2	11,0
Sygnity	12,6	8,6	4,7	3,6	-133,7	12,7	7,6
premia / dyskonto		14,2%	-33,7%	-45,9%	-	3,9%	-31,2%



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	653,0	756,8	864,7	963,6	1 052,0	1 119,6	1 173,3	1 222,6	1 270,0	1 319,2	
zmiana	14,0%	15,9%	14,3%	11,4%	9,2%	6,4%	4,8%	4,2%	3,9%	3,9%	
EBITDA	22,0	39,1	47,7	57,9	63,0	65,8	68,2	70,3	72,4	74,6	
marża EBITDA	3,4%	5,2%	5,5%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	
Amortyzacja	31,6	30,7	23,9	22,4	20,2	20,4	20,7	20,9	21,1	21,3	
EBIT	-9,6	8,4	23,8	35,5	42,7	45,4	47,5	49,5	51,4	53,3	
marża EBIT	-1,5%	1,1%	2,8%	3,7%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	
Opodatkowanie EBIT	-1,8	1,6	4,5	6,7	8,1	8,6	9,0	9,4	9,8	10,1	
NOPLAT	-7,8	6,8	19,3	28,7	34,6	36,8	38,5	40,1	41,6	43,2	
CAPEX	-16,3	-18,9	-20,5	-21,1	-21,1	-20,9	-20,8	-20,6	-20,4	-21,3	
Kapitał obrotowy	-43,0	-6,1	-7,7	-8,8	-8,0	-6,4	-5,3	-4,9	-7,2	-8,4	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-35,5	12,5	15,0	21,3	25,7	29,9	33,1	35,4	35,1	34,8	35,8
WACC	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	
współczynnik dyskonta	90,8%	80,9%	72,1%	64,3%	57,3%	51,0%	45,5%	40,5%	36,1%	32,2%	
PV FCF	-32,2	10,1	10,8	13,7	14,7	15,3	15,0	14,3	12,7	11,2	

WACC	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,4%
Koszt długu	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia za ryzyko	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	0,0%
Dług netto / EV	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Koszt kapitału własnego	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3

Wzrost FCF po okresie prognozy

3,0%

Analiza wrażliwości

Wartość rezydualna (TV)

383,2

Wzrost FCF w nieskończoności

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

123,2

1,0% 2,0% 3,0% 4,0% 5,0%

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

85,6

WACC +1,0pp 15,5 16,2 17,0 18,0 19,2

Wartość firmy (EV)

208,8

WACC +0,5pp 16,4 17,2 18,2 19,3 20,8

Dług netto

-4,6

WACC 17,5 18,4 **19,5** 20,8 22,6

Inne aktywa nieoperacyjne

0,0

WACC -0,5pp 18,6 19,7 20,9 22,5 24,6

Udziałowcy mniejszościowi

2,2

WACC -1,0pp 19,9 21,1 22,6 24,5 26,9

Wartość firmy

211,3

Liczba akcji (mln)

11,9

Wartość firmy na akcję (PLN)

17,8

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

9,5%

Cena docelowa

19,5

EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej

9,5

P/E(10) dla ceny docelowej

-207,0

Udział TV w EV

59%

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody ze sprzedaży	995,7	572,7	653,0	756,8	864,7	963,6	1 052,0
zmiana	-17,2%	-42,5%	14,0%	15,9%	14,3%	11,4%	9,2%
Sprzedaż usług	647,3	462,1	535,6	598,0	666,0	742,1	810,2
Sprzedaż towarów	348,3	110,6	117,5	158,8	198,8	221,5	241,8
Koszty sprzedanych produktów	809,6	499,0	513,8	590,5	672,8	749,6	818,2
Zysk brutto na sprzedaży	186,0	73,7	139,3	166,3	192,0	214,0	233,8
Koszty sprzedaży	64,8	55,3	39,7	45,1	49,5	54,1	59,0
koszty ogólnego zarządu	126,2	130,1	111,3	114,8	120,6	126,4	133,8
Zysk netto na sprzedaży	-4,9	-111,7	-11,7	6,4	21,8	33,6	40,9
Pozostała działalność operacyjna	16,5	16,9	2,1	2,1	2,0	1,9	1,8
EBIT	11,5	-94,8	-9,6	8,4	23,8	35,5	42,7
zmiana	-116,0%	-922,9%	-89,9%	-187,8%	182,0%	49,1%	20,4%
marża EBIT	1,2%	-16,6%	-1,5%	1,1%	2,8%	3,7%	4,1%
Wynik na działalności finansowej	-8,9	-8,2	-7,3	-8,1	-4,7	-4,1	-3,5
Pozostałe	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	2,8	-103,1	-16,9	0,3	19,1	31,3	39,2
Podatek dochodowy	-4,1	13,9	3,2	-0,1	-3,6	-5,9	-7,4
Udziałowcy mniejszościowi	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	-1,5	-89,4	-13,7	0,3	15,4	25,4	31,8
zmiana	-97,7%	5923,7%	-84,7%	-101,9%	5830,5%	64,2%	25,2%
marża	-0,1%	-15,6%	-2,1%	0,0%	1,8%	2,6%	3,0%
Amortyzacja	45,1	34,5	31,6	30,7	23,9	22,4	20,2
EBITDA	56,6	-60,3	22,0	39,1	47,7	57,9	63,0
zmiana	-446,9%	-206,6%	-136,4%	78,0%	21,9%	21,4%	8,7%
marża EBITDA	5,7%	-10,5%	3,4%	5,2%	5,5%	6,0%	6,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
EPS	-0,1	-7,5	-1,2	0,0	1,3	2,1	2,7
CEPS	3,7	-4,6	1,5	2,6	3,3	4,0	4,4
ROAE	-0,4%	-27,1%	-4,9%	0,1%	5,5%	8,5%	9,9%
ROAA	-0,2%	-13,5%	-2,5%	0,0%	2,7%	4,1%	4,7%

**Bilans**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
AKTYWA	773,4	551,7	532,9	558,5	600,4	647,2	694,6
Majątek trwały	289,8	260,4	245,3	233,5	230,2	228,8	229,7
Rzeczowe aktywa trwałe	31,5	20,4	19,3	19,2	19,6	20,0	20,4
Wartości niematerialne	69,8	51,3	49,7	49,6	50,1	50,7	51,3
Wartość firmy	157,4	157,2	144,6	133,1	128,8	126,4	126,4
Aktywa finansowe	0,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Długoterminowe pożyczki	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	3,5	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	25,3	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Majątek obrotowy	483,7	291,2	287,6	325,0	370,2	418,4	464,9
Zapasy	42,7	23,8	33,7	37,0	40,9	45,8	50,4
Rozliczenia międzyokresowe	5,9	6,6	3,9	4,5	4,6	5,2	5,6
Należności handlowe	306,8	168,7	199,5	227,0	257,0	286,4	312,7
Udzielone pożyczki	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Aktywa finansowe	38,3	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
Środki pieniężne	88,7	72,5	31,0	37,0	48,1	61,5	76,7
(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
PASYWA	773,4	551,7	532,9	558,5	600,4	647,2	694,6
Kapitał własny	375,4	285,2	271,5	271,8	287,2	308,0	332,1
Kapitał akcyjny	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
Kapitały rezerwowe	408,1	407,4	407,4	407,4	407,4	407,4	407,4
Zyski zatrzymane	-51,0	-139,4	-153,1	-152,9	-137,4	-116,7	-92,6
Kapitały mniejszości	3,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Zobowiązania długoterminowe	30,2	21,9	24,5	27,7	31,1	34,2	37,0
Kredyty i pożyczki	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Długoterminowe zobowiązania finansowe	5,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Rezerwy	22,8	18,0	20,6	23,8	27,2	30,3	33,1
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Zobowiązania krótkoterminowe	367,9	244,5	236,9	259,0	282,0	305,0	325,5
Kredyty i pożyczki	33,1	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Papiery dłużne	62,7	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9
Zobowiązania handlowe	197,8	98,1	102,5	117,8	134,2	149,5	163,2
Inne zobowiązania	24,2	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
Rezerwy	6,0	11,2	3,8	4,4	5,1	5,6	6,1
Rozliczenia międzyokresowe	44,1	56,8	52,2	58,5	64,4	71,5	77,8
Dług	101,5	67,8	67,8	67,8	67,8	67,8	67,8
Dług netto	12,9	-4,6	36,8	30,8	19,7	6,4	-8,8
(Dług netto / Kapitał własny)	3,4%	-1,6%	13,5%	11,3%	6,9%	2,1%	-2,7%
(Dług netto / EBITDA)	0,2	0,1	1,7	0,8	0,4	0,1	-0,1
BVPS	31,6	24,0	22,8	22,9	24,2	25,9	27,9



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przepływy operacyjne	84,0	17,3	-17,8	33,0	36,4	43,1	47,5
Zysk brutto	2,8	-103,1	-16,9	0,3	19,1	31,3	39,2
Odsetki	8,9	8,2	7,3	8,1	4,7	4,1	3,5
Amortyzacja	45,1	34,5	31,6	30,7	23,9	22,4	20,2
Kapitał obrotowy	61,2	67,7	-43,0	-6,1	-7,7	-8,8	-8,0
Podatek	-6,6	13,9	3,2	-0,1	-3,6	-5,9	-7,4
Pozostałe	-27,4	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	28,8	9,6	-14,0	-17,4	-18,6	-18,6	-18,0
CAPEX	23,6	11,0	-16,3	-18,9	-20,5	-21,1	-21,1
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	5,2	-1,4	2,3	1,5	1,9	2,5	3,1
Przepływy finansowe	-75,5	-22,6	-9,6	-9,6	-6,6	-11,2	-14,2
Dług	-75,7	-11,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	30,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,6	-7,6
Odsetki	-14,2	-10,8	-9,6	-9,6	-6,6	-6,6	-6,6
Inne	-15,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	37,3	4,3	-41,4	6,0	11,2	13,3	15,2
Środki pieniężne na koniec okresu	88,7	72,5	31,0	37,0	48,1	61,5	76,7
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,6	0,8
FCF	124,4	36,4	-35,5	12,5	15,0	21,3	25,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-2,4%	-1,9%	2,5%	2,5%	2,4%	2,2%	2,0%

Wskaźniki rynkowe

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
P/E*	-100,7	-2,0	-133,7	12,7	7,6	5,4	4,7
P/CE	3,4	-2,7	8,4	4,8	3,8	3,1	2,9
P/BV	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
P/S	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
FCF/EV	75,2%	24,8%	-18,8%	6,9%	8,8%	13,5%	18,0%
EV/EBITDA	2,9	-2,4	8,6	4,7	3,6	2,7	2,3
EV/EBIT	14,4	-1,5	-19,6	21,6	7,2	4,4	3,3
EV/S	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,1%	5,1%	6,4%
Cena (PLN)							
Liczba akcji na koniec roku (mln)	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
MC (mln PLN)	149,4	149,4	149,4	149,4	149,4	149,4	149,4
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	3,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
EV (mln PLN)	165,5	146,9	188,3	182,4	171,2	157,9	142,7

* wartość wskaźników skorygowana o amortyzację wartości firmy



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

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

Analicycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@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 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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 księgową

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 księgową) - 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 stanowił 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 nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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	Zawieszona	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2009-08-21	2009-10-02	2009-11-23	2009-12-15
kurs z dnia rekomendacji	17,10	14,90	12,13	14,15
WIG w dniu rekomendacji	36628,17	38190,39	39574,18	39769,97