

24 maja 2010

Komentarz specjalny


IT
Polska

Sygnity

COMW.WA SGN.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

Piotr Grzybowski
(48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl

Sezonowo słaby kwartał

Obecna cena: 14,2 PLN; Cena docelowa: 18,2 PLN

Po słabych wynikach pierwszego kwartału oczekujemy, że od drugiego kwartału w Sygnity dojdzie do znaczącej poprawy wyników. W 2Q2010 w pełni już widoczny powinien być efekt redukcji zatrudnienia poczynionej na przełomie 2009 i 2010 roku, a także odzwierciedlenie w wynikach powinny znaleźć wprowadzone zmiany w zakresie centrów zakupowych. Dodatkowo oczekujemy, że dzięki oczyszczeniu bazy porównawczej ze sprzedanych spółek, a także poprawieniu tempa kontraktacji, najbliższe kwartały powinny przynieść pozytywną dynamikę na przychodach. Szacujemy, że drugi i trzeci kwartał przyniosą niewielkie straty operacyjne sięgające łącznie około 8,0 mln PLN. W czwartym kwartale spółka powinna odrobić dużą część strat poniesionych w pierwszych 9 miesiącach roku i ostatecznie wypracować wynik operacyjny przewidziany naszą roczną prognozą. W zakresie płynności spółka nadspodziewanie długo utrzymuje niskie stany zadłużenia (na połowę maja 16 mln PLN długu netto) i znaczne poziomy gotówki. Uważamy, że w tych warunkach płynność nie stanowi istotnego zagrożenia dla dalszej działalności spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Sezonowo słaby kwartał

Sygnity zgodnie z naszymi oczekiwaniami zaprezentowało słabe wyniki finansowe za pierwszy kwartał 2010 roku. Głównymi zaskoczeniami wyników są bardzo niskie przychody oraz niska marża brutto na sprzedaży. Efekt niskiej marży jest przy tym spowodowany zmianą księgowego ujęcia kosztów pracowniczych, których nie można przyporządkować do realizacji określonych projektów. Do tej pory były one elementem kosztów ogólnego zarządu, a w opublikowanym sprawozdaniu zostały wliczone do marży brutto. Kwota kosztów, które zostały przeniesione z kosztów ogólnych działalności do kosztów własnych sprzedaży wyniosła w 1Q2010 8,9 mln PLN. Po skorygowaniu marży brutto o tę kwotę rentowność okresu wyniosła 19,3% i była wyższa od naszych oczekiwań (19,0%).

Przychody spółki wyniosły 104,2 mln PLN, tj. o 13,5% mniej niż przewidywaliśmy w naszych prognozach. Początek roku charakteryzował się sezonowo bardzo dużym udziałem usług i produktów własnych w przychodach (84,7%, przy 87,2% przed rokiem). Niskie przychody w pierwszym kwartale (-25,8% r/r) świadczą o niewielkim stopniu wykorzystania portfela kontraktów w okresie. Wobec bieżącego portfela kontraktów, którego wartość jest porównywalna do ubiegłorocznej (366,0 mln PLN wobec 296 mln PLN przed rokiem) wydaje się, że słaba sprzedaż z początku roku jest efektem przesunięć w harmonogramie i ubytek ten powinien zostać nadrobiony w następnych kwartałach.

Wyniki Sygnity w 1Q2010 vs prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	1Q2010	1Q2009	zmiana	1Q2010P	różnica	konsensus	różnica
Przychody	104,2	140,4	-25,8%	120,4	-13,5%	110,0	-5,3%
EBITDA	-10,0	-6,3	-	-9,6	-	-8,7	-
marża	-9,6%	-4,5%	-	-8,0%	-	-7,9%	-
EBIT	-17,5	-16,1	-	-17,6	-	-17,6	-
Zysk brutto	-19,3	-18,0	-	-20,6	-	-	-
Zysk netto	-17,1	-17,2	-	-19,6	-	-19,6	-

Źródło: Sygnity, szacunki DI BRE Banku SA, PAP

Marża brutto na skutek wspomnianych wyżej zmian w księgowym podejściu do niezutilizowanych kosztów wynagrodzeń wyniosła zaledwie 13,0%.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 31,5 mln PLN, wobec oczekiwanych przez nas 41,0 mln PLN. Po uwzględnieniu kwoty 6,5 mln PLN przeniesionej do kosztów własnych sprzedaży, koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wciąż pozostają niższe od naszych założeń.

Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +0,4 mln PLN wobec zakładanych przez nas +0,5 mln PLN. W efekcie wynik operacyjny wyniósł -17,5 mln PLN wobec -17,6 mln PLN naszej prognozy.

Niższe od naszych założeń było ujemne saldo na działalności finansowej (-1,7 mln PLN przy -3,0 mln PLN prognozy). Jest to efekt niższych kosztów odsetkowych, które związane są z utrzymującym się niskim stanem zadłużenia netto. W naszych prognozach zakładaliśmy szybsze przejście z uzyskanego na koniec 2009 roku poziomu gotówki netto do większych stanów zadłużenia.

Nieco wyższy od prognozowanego był też naliczony zwrot podatku dochodowego (2,2 mln PLN vs. 1,0 mln PLN prognozy). Ostatecznie wynik netto Sygnity wyniósł w pierwszym kwartale -17,1 mln PLN wobec oczekiwanych przez nas -19,6 mln PLN.

Bieżący backlog niższy r/r, więcej kontraktów na następne lata

Całkowity portfel kontraktów ma obecnie wartość około 500 mln PLN, co jest kwotą nieznacznie wyższą od ubiegłorocznej (496 mln PLN). Niższa niż przed rokiem jest bieżąca część portfela, która wynosi 366,6 mln PLN wobec 396,3 mln PLN w roku ubiegłym. Portfel kontraktów na lata przyszłe ma obecnie wartość około 134 mln PLN, przy 100 mln PLN jakie posiadała przed rokiem.

Plany zarządu

Zarząd zapowiedział osiągnięcie w tym roku przychodów porównywalnych z ubiegłorocznymi oraz straty operacyjnej nieprzekraczającej 15,0 mln PLN. W ubiegłym roku w okresie wrzesień-grudzień Sygnity pozyskało kontrakty za zaledwie 83 mln PLN. Uważamy, że drugi tak słaby okres w tym roku nie powinien się już powtórzyć i z tego względu uważamy, że niewielki ubytek wartości bieżącego portfela w ujęciu r/r powinien zostać z nawiązką odrobiony w czasie kontraktacji. Z tego też względu postawiony cel uważamy za ostrożny i sądzimy, że spółka powinna zakończyć ten rok co najmniej kilkuprocentowym wzrostem obrotów.

Backlog Sygnity na dzień 17/05/2010 i 15/05/2009

	15/05/2009	17/05/2010	zmiana
Sektor bankowy	133,6	110,0	-17,7%
Sektor publiczny	114,1	148,3	30,0%
Sektor przemysłowo-telekomunikacyjny	83,0	52,2	-37,1%
Utilities	65,7	56,4	-14,1%
Pozostałe	0,0	-0,2	n/a
Ogółem	396,3	366,6	-7,5%

Źródło: Sygnity

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

Analitycy:

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@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 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

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

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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy *DI BRE* było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia S.A.

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.