

# SYGNITY

# Nota informacyjna

sektor / branża: informatyka

ISIN: PLCMPLD00016

Ticker: SGN

28 września 2011

## Profil

### Sygnity - obszar działalności

Sygnity jest jednym z większych podmiotów na rynku krajowym, który świadczy usługi doradztwa z zakresu oprogramowania dla głównych sektorów gospodarki: utilities, bankowo-finansowy, publiczny.

Sygnity jest grupą kapitałową powstałą z fuzji Computerlandu oraz Emaxu w 2007 roku. Prowadzi ona działalność w sektorze usług IT koncentrując się na sektorze bankowo-finansowym, publicznym oraz utilities. Firma świadczy usługi informatyczne polegające na rozwiązaniach zwiększających efektywność biznesu i wzrost konkurencyjności, które jednocześnie generują zyski i przynoszą oszczędności. Należą do nich przede wszystkim systemy klasy ERP (zintegrowane systemy zarządzania przedsiębiorstwem), CRM (systemy zarządzania relacjami z klientem), SCM (systemy informatyczne dla firm logistycznych), systemy transakcyjne a także inne produkty informatyczne szyć na potrzeby konkretnego przedsiębiorstwa. Spółka jest notowana na giełdzie od 1995 roku (dawniej jako Computerland).

## Dane podstawowe

Kurs (27/9/2011)	15,50
Liczba akcji (mln)	11,89
Kapitalizacja (mln zł)	184,2

### Perspektywy spółki

Po nieudanej fuzji z Emaxem Spółka popadła w problemy - kolejne kwartały przynosiły co raz większe straty. Sytuacja zmieniła się kiedy w 2010 roku nowy prezes - Norbert Biedrzycki rozpoczął restrukturyzację i nakreślił nową strategię Spółki. W naszej ocenie restrukturyzacja zakończyła się sukcesem, co przejawia się przede wszystkim w odzyskaniu rentowności operacyjnej, zatrzymaniu korozji przychodów oraz zmniejszeniu kosztów o ponad 40 milionów złotych w skali 12-miesięcznej.

Obecnie w strategii Spółki wpisuje się emisja obligacji o wartości 100 milionów złotych w trzech transzach. Mają one służyć refinansowaniu poprzedniej (droższej) emisji obligacji, rozwojowi nowych produktów w segmencie utilities, a także wejściu na nowe rynki geograficzne lub produktowe. Do tej pory wiadomo jednak więcej jedynie o pierwszej transzy obligacji - obecna sytuacja Spółki pozwoli jej osiągnąć około 650-750 punktów bazowych niższe oprocentowanie od obecnej serii obligacji, co zaowocuje dużo niższymi kosztami finansowymi w 2012 roku.

## Notowania

max. cena 52 tygodnie (zł)	28,50
min. cena 52 tygodnie (zł)	13,00
Średnia obrotów (3 m-ce / tys. zł)	54,27

## Akcjonariat

	% akcji	% głosów
Legg Mason AM S.A.	12,47%	12,47%
OFE Polsat	5,06%	5,06%
ING TFI S.A.	4,37%	4,37%
Sygnity S.A. (akcje własne)	2,25%	2,25%
Free float	75,9%	75,9%

### Wyniki finansowe

W 2008 roku Grupa zanotowała stratę netto w wysokości 1,5 mln PLN. Co prawda na poziomie brutto ze sprzedaży Spółka generowała wtedy jeszcze przyzwoitą marżę, jednak taki wynik był efektem przede wszystkim bardzo wysokich kosztów sprzedaży oraz kosztów zarządu.

Rok 2009 był dla Spółki jeszcze gorszy - strata netto na koniec okresu wyniosła prawie 105 mln PLN. Największy wpływ miał na to spadek marży brutto na sprzedaży z około 18% na 6% oraz źle przeprowadzona fuzja z Emaxem co z kolei generowało bardzo wysokie koszty zarządu i sprzedaży (przerost zatrudnienia wraz z dublowaniem stanowisk pracy, przerost floty samochodowej).

Rok 2010 był związany z ogłoszeniem planu restrukturyzacji w połowie roku. W sprawozdaniu pojawiły się pierwsze pozytywne tendencje - znacząco obniżono koszty zarządu, nieznacznie poprawiły się także koszty sprzedaży, a marża brutto ze sprzedaży wróciła ponad poziom 15%.

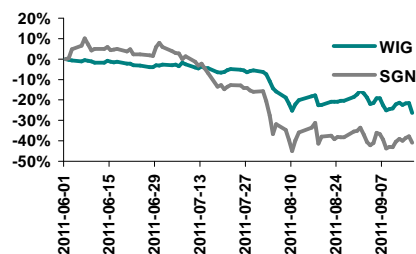
Po pierwszej połowie 2011 roku można powiedzieć, że Sygnity staje na nogi. Po raz pierwszy od 5 lat Spółka zanotowała zysk zarówno operacyjny (1,5 mln PLN) jak i na poziomie netto (0,2 mln PLN). Z naszego punktu widzenia niezwykle istotne było obniżenie utrzymujących się na wysokich poziomach w poprzednich latach kosztów sprzedaży oraz kosztów zarządu.

### Prognozy finansowe

Nasze prognozy finansowe tworzymy przy założeniu, że rynek IT w Polsce będzie wzrastał 5% rocznie do 2020 roku. Wzrost obrotów Spółki może być wyższy w przypadku zwiększenia skali działalności za granicą. Wg naszych prognoz spółka jest wyceniana z dyskontem do jej konkurentów na podstawie wskaźnika P/E, który utrzymuje się na latach 2011-2013 poniżej 10. Konsekwentnie zakładamy wzrost marż na wszystkich poziomach po zakończonej z sukcesem restrukturyzacji. Ponadto zakładamy spadek kosztów finansowych po roku 2012, od momentu emisji obligacji.

W naszych prognozach istotną rolę odgrywają także zakumulowane straty podatkowe, które Spółka ponosiła w okresie pogarszających się wyników w latach 2008-2010. Zgodnie z prawem podatkowym straty te mogą zostać rozliczone w ciągu 5 lat, ale nie więcej niż 50% straty podatkowych w ciągu jednego roku obrotowego. Z naszych założeń wynika, że Spółka nie będzie płacić podatku CIT do 2013/2014 roku.

## Wykres siły relatywnej



## Analitik

**Adam Kubicki**

Doradca Inwestycyjny

tel. (0-22) 329 43 46

e-mail: adam.kubicki@bgz.pl

(mln PLN)	2009	2010	IH 2011	2011P	2012P	2013P
Przychody	563,2	524,0	218,5	529,3	555,7	583,5
zmiana t/r (%)	-	-7,0%	-	1,0%	5,0%	5,0%
EBITDA	-58,5	0,3	10,1	28,8	30,3	32,0
EBIT	-103,6	-34,3	1,5	20,9	21,3	21,7
marża EBIT (%)	-18,4%	-6,5%	0,7%	3,9%	3,8%	3,7%
Wynik netto	-104,5	-42,8	0,2	9,3	19,6	20,9
marża netto (%)	-18,6%	-8,2%	0,1%	1,8%	3,5%	3,6%
EPS	-	-	0,01	0,78	1,65	1,76
BVPS	22,56	18,95	19,01	21,57	23,33	25,07
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P / E	-	-	1 851,8	19,8	9,4	8,8
P / BV	0,6	0,8	1,4	0,9	0,8	0,8
EV / EBITDA	-	-	4,6	5,6	4,7	3,8

P - prognozy BM BGZ

---

## Charakterystyka Spółki

---

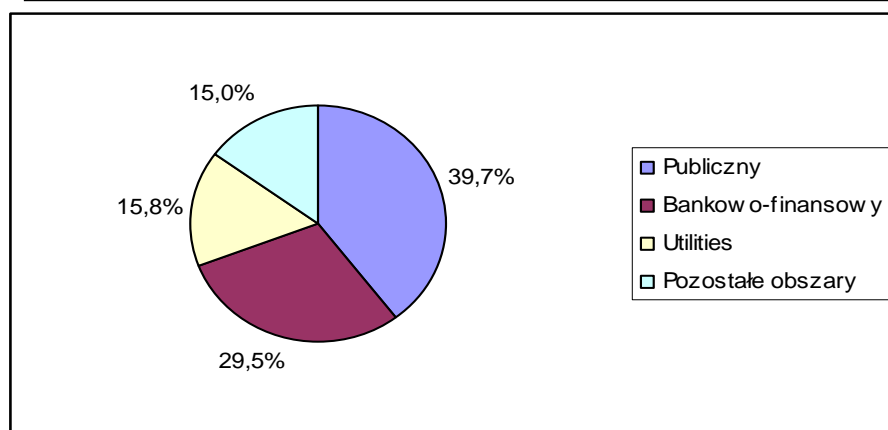
### Działalność operacyjna

---

Grupa Sygnity powstała z połączenia dawnego Computerlandu oraz Emaxu. Podstawowym rodzajem działalności Spółki jest świadczenie usług dla szeroko rozumianego sektora IT oraz dostarczanie sprzętu dla tego sektora. Spółka działa przede wszystkim na rynku polskim, jednak ze względu na jego nasycenie Spółka sygnalizuje możliwe wyjście z działalnością poza granice kraju.

Spółka generuje większość przychodów z trzech pionów biznesowych: publicznego, bankowo-finansowego oraz utilities. Strukturę przychodów w pierwszej połowie 2011 roku przedstawia poniższy wykres.

**Rys. Struktura sprzedaż wg segmentów działalności (1H 2011)**



*Źródło: Spółka, BM BGŻ.*

Jak widać na wykresie, najwięcej zleceń Spółka realizuje w segmencie publicznym. Wynika to ze stosunkowo dużej aktywności rządu w 2011 i 2012 roku. Kolejnym istotnym segmentem działalności jest segment bankowo-finansowy, co wynika z faktu, że większość instytucji kredytowych posiada przestarzałe oprogramowanie i ponosi obecnie stosunkowo wysokie nakłady inwestycyjne w IT. Sytuacja ta wydaje się być pozytywna dla Grupy, ponieważ posiada ona duże doświadczenie w świadczeniu usług dla banków i biur maklerskich. Ponadto Zarząd Spółki ocenia, że instytucje finansowe będą zmuszone ponosić wysokie nakłady inwestycyjne w kolejnych latach na wymianę oprogramowania oraz sprzętu.

---

### Wyniki finansowe

---

Pierwsze półrocze 2011 roku jest zwieńczeniem restrukturyzacji Spółki rozpoczętej w połowie 2010 roku. Oceniamy jej przebieg bardzo pozytywnie, co widać w sprawozdaniu finansowym za pierwsze półrocze 2011 roku. Za sukces należy uznać w szczególności obniżenie bardzo wysokich kosztów zarządu oraz kosztów sprzedaży. Koszty zarządu spadły aż o 53% (26 mln PLN) w porównaniu do pierwszego półrocza 2010 roku. Z kolei koszty sprzedaży po znaczącej obniżce w 2010 roku oscylują na stabilnych poziomach. Po stronie przychodowej zwracamy uwagę na zatrzymanie spadku przychodów. Istotne jest także powrót do marży brutto ze sprzedaży na poziomie 18%.

Powyższe wydarzenie pozwoliły Spółce wykazać po raz pierwszy pozytywny wynik na wszystkich poziomach. Zysk operacyjny wyniósł w pierwszej połowie 2011 roku 1,5 mln PLN, natomiast zysk netto 0,2 mln PLN. Potwierdza to zapowiedzi Prezesa Sygnity, dotyczące dodatniego wyniku netto w całym roku 2011.

**Tabela. Wyniki finansowe**

(mln. PLN)	2008	2009	2010	IH 2011
<b>Przychody</b>	995,7	563,2	524,0	218,5
<b>EBIT</b>	11,5	-103,6	-34,3	1,5
<b>Wynik brutto</b>	2,8	-111,0	-43,8	-2,0
<b>Wynik netto</b>	-1,5	-104,5	-42,6	0,2

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

## Prognozy finansowe

W naszej prognozie zakładamy, że rynek IT w Polsce będzie rósł 5% rocznie w okresie prognozy wyników finansowych. Przyjmujemy także, że marża brutto ze sprzedaży utrzyma się na poziomie 17%. Nie bierzemy pod uwagę potencjalnego wejścia Spółki na rynki zagraniczne oraz emisji obligacji, które są dopiero w planach. Istotnym założeniem jest także przyjęcie 90% udziału produktów własnych w sprzedaży. Historycznie wskaźnik ten był niższy, jednak Zarząd zasygnalizował, że obecnie taka struktura sprzedaży będzie utrzymywana ze względu na wyższą marżę na produktach własnych. Potwierdzają to wyniki finansowe za pierwsze półrocze 2011 roku.

W naszym odczuciu w najbliższych są także inne dwie kwestie, które pozycjonują Spółkę przed konkurencją. Po pierwsze Spółka ma do rozliczenia spore straty podatkowe za lata ubiegłe – w efekcie spowoduje to, że Spółka może nie płacić podatku przez najbliższe 2-3 lata. Po drugie, istotne z punktu widzenia wyniku netto w roku 2012 i kolejnych jest emisja pierwszej transzy obligacji, ponieważ pozwoli ona Spółce obniżyć koszty odsetek aż o 650-750 punktów bazowych względem obligacji, którymi jest finansowana obecnie.

Biorąc pod uwagę powyższe założenia spółka wydaje się być atrakcyjnie wyceniana zarówno metodą porównawczą oraz metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Podsumowanie naszych prognoz przedstawia poniższa tabela.

**Tabela. Przychody i koszty**

(mln. PLN)	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody</b>	439,6	529,3	555,7	583,5
<b>EBITDA</b>	-7,5	28,8	30,3	32,0
<b>EBIT</b>	-34,3	20,9	21,3	21,7
<b>Zysk netto</b>	-42,6	9,3	20,6	22,0

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ

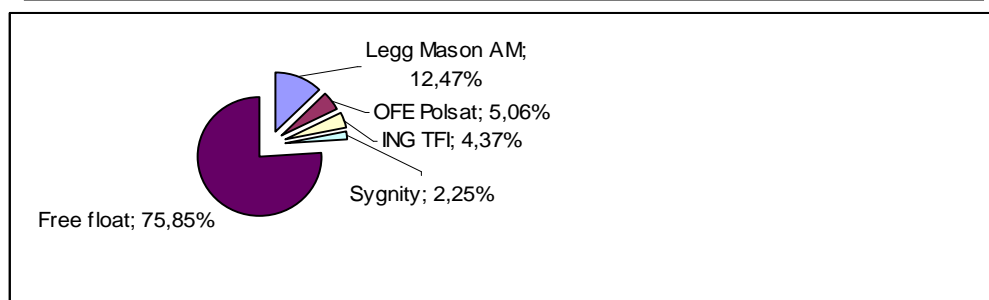
## Ryzyka działalności

O ile ryzyka specyficzne dla Sygnity udało się pokonać (zadłużenie, straty, wysokie koszty sprzedaży i zarządu), o tyle obecnie pojawiło się ryzyko systematyczne, co w praktyce oznacza, że problemem może być ogólna sytuacja gospodarcza w kraju i na świecie. Jeżeli w globalnej gospodarce, a zatem i Polsce dojdzie do spowolnienia gospodarczego, podmioty, które korzystają z usług Sygnity będą przeznaczać mniejsze kwoty na inwestycje w IT. Efektem tego będzie pogorszenie w wynikach wszystkich Spółek w branży.

## Struktura akcjonariatu

Największym akcjonariuszem Sygnity jest Legg Mason Zarządzanie Aktywami S.A., który posiada także swojego przedstawiciela w radzie nadzorczej Sygnity. Po sierpniowych przetarasowaniach w akcjonariacie Spółki pozostały dwa fundusze – OFE Polsat oraz ING TFI. Pozostałe akcje znajdują się w wolnym obrocie, co przyczynia się do stosunkowo wysokiej płynności walorów Sygnity.

Rys. Struktura akcjonariatu SGN



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Tab. Rachunek zysków i strat

tys. PLN	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Przychody ogółem</b>	<b>563 229</b>	<b>524 018</b>	<b>529 258</b>	<b>555 721</b>	<b>583 507</b>	<b>612 683</b>
zmiana r/r	-43,4%	-7,0%	1,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>35 706</b>	<b>88 820</b>	<b>84 681</b>	<b>88 915</b>	<b>93 361</b>	<b>98 029</b>
marża brutto ze sprzedaży	6,3%	16,9%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Koszty sprzedaży	55 228	30 308	30 380	32 203	34 135	36 183
Koszty zarządu	99 935	94 680	33 427	35 433	37 559	39 812
<b>Wynik operacyjny (EBIT)</b>	<b>-103 591</b>	<b>-34 296</b>	<b>20 874</b>	<b>21 280</b>	<b>21 667</b>	<b>22 034</b>
marża operacyjna (EBIT)	-18,4%	-6,5%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%
Wynik brutto	-111 041	-43 787	9 285	20 605	21 961	23 363
<b>Wynik netto</b>	<b>-104 299</b>	<b>-42 782</b>	<b>9 285</b>	<b>20 605</b>	<b>21 961</b>	<b>21 232</b>
marża netto	-18,5%	-8,2%	1,8%	3,7%	3,8%	3,5%

Tab. Wybrane pozycje sprawozdania z sytuacji finansowej

tys. PLN	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>AKTYWA</b>	<b>522 011</b>	<b>487 521</b>	<b>474 980</b>	<b>500 405</b>	<b>527 400</b>	<b>554 508</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>238 145</b>	<b>223 520</b>	<b>222 847</b>	<b>222 074</b>	<b>221 184</b>	<b>220 161</b>
Wartości niematerialne i prawne	51 470	40 362	39 689	38 916	38 026	37 003
Wartość firmy	157 164	157 164	157 164	157 164	157 164	157 164
Rzeczowe aktywa trwałe	19 949	11 491	11 491	11 491	11 491	11 491
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>283 866</b>	<b>264 001</b>	<b>252 133</b>	<b>278 331</b>	<b>306 216</b>	<b>334 347</b>
Zapasy	20 247	23 680	18 857	19 804	20 801	21 852
Należności krótkoterminowe	169 021	155 647	116 002	121 802	127 892	134 287
Gotówka i ekwiwalenty	72 453	66 862	99 462	118 913	139 711	160 396
<b>PASYWA</b>	<b>522 011</b>	<b>487 521</b>	<b>474 980</b>	<b>500 405</b>	<b>527 400</b>	<b>554 508</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>268 131</b>	<b>227 496</b>	<b>236 781</b>	<b>256 408</b>	<b>277 298</b>	<b>297 971</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>251 733</b>	<b>260 025</b>	<b>238 199</b>	<b>243 997</b>	<b>250 103</b>	<b>256 537</b>
Zobowiązania długoterminowe	6 760	23 693	23 693	23 693	23 693	23 693
Zobowiązania krótkoterminowe	244 973	236 332	214 506	220 304	226 410	232 844
w tym dług odsetkowy:	76 609	76 609	76 609	76 609	76 609	76 609

## Nota prawna

**Biuro Maklerskie BGŻ S.A.** prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A.

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

**Doradztwo Inwestycyjne**

	telefon	adres email
Tomasz Dumala	22 329 43 40	<a href="mailto:tomasz.dumala@bgz.pl">tomasz.dumala@bgz.pl</a>
Marcin Lachowski	22 329 43 84	<a href="mailto:marcin.lachowski@bgz.pl">marcin.lachowski@bgz.pl</a>
Krzysztof Koziel	22 329 43 44	<a href="mailto:krzysztof.koziel@bgz.pl">krzysztof.koziel@bgz.pl</a>
Adam Kubicki	22 329 43 46	<a href="mailto:adam.kubicki@bgz.pl">adam.kubicki@bgz.pl</a>



**Operacje Brokerskie**

	telefon	adres email	
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni	22 329 43 23	<a href="mailto:jaroslaw.duszczyk@bgz.pl">jaroslaw.duszczyk@bgz.pl</a>
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	22 329 43 26	<a href="mailto:marek.niewiadomski@bgz.pl">marek.niewiadomski@bgz.pl</a>
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 25	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgz.pl">grzegorz.leszek@bgz.pl</a>
Monika Dudek	Klienci detaliczni	22 329 43 24/20	<a href="mailto:monika.dudek@bgz.pl">monika.dudek@bgz.pl</a>
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	22 329 43 22	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgz.pl">przemyslaw.borycki@bgz.pl</a>

**Oferty Publiczne (IPO)**

	telefon	adres email	
Marek Jaczewski	Główny specjalista	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgz.pl">marek.jaczewski@bgz.pl</a>
Bogusław Bączyk	Główny specjalista	22 329 43 42	<a href="mailto:boguslaw.baczuk@bgz.pl">boguslaw.baczuk@bgz.pl</a>

**Internetowe serwisy transakcyjne**

	strona www
 Zlecenia na GPW i New Connect	<a href="http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html">http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html</a>
 Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	<a href="http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html">http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html</a>

**Oddziały**

	adres	telefon		adres	telefon
Białystok	ul. Suraska 3 a	85 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25	77 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	23 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9	29 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	74 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d	24 264 17 17
Ełk	ul. Armii Krajowej 24	87 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17	61 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	95 721 63 29	Przemyśl	ul. Kamienny Most 6	16 675 05 86
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	75 753 30 98	Radom	ul. Traugutta 29	48 361 22 70
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	41 366 02 15	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9	17 852 05 21
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	94 354 74 63	Siedlce	ul. Joselewicza 3	25 640 90 04
Kraków	ul. Pawia 5	12 632 70 11	Sieradz	ul. Sarańska 5	43 822 61 34
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	81 531 91 44	Szczecin	Plac Lotników 3 b	91 433 19 20
Łomża	ul. Dworna 12	86 215 41 99	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5	15 823 11 15
Łódź	ul. Piotrkowska 57	42 670 20 70	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c	14 629 11 98
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	95 742 15 13	Warszawa	ul. Grzybowska 4	22 581 54 51
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	18 443 53 91	Warszawa	ul. Żurawia 6/12	22 329 44 17
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	89 527 27 10	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a	84 638 54 03

Biuro Maklerskie Banku BGZ prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ i jest udostępniana klientom wyłącznie w celach informacyjnych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGZ za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGZ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. W szczególności nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGZ jest zabronione.