

25 kwietnia 2005

Aktualizacja raportu


Telekomunikacja
Polska

Cena bieżąca	4.00 PLN
Cena docelowa	4.50 PLN
Kapitalizacja	1,7 mld PLN
Free float	1,7 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	5,4 mln PLN

Struktura akcjonariatu

JP Morgan Chase & Co.	8,03%
SISU Capital Ltd.	6,60%
Montpelier Asset Management Ltd.	5,88%
Griffin Capital Management Ltd.	5,68%

Pozostali 73,81%

Strategia dotycząca sektora

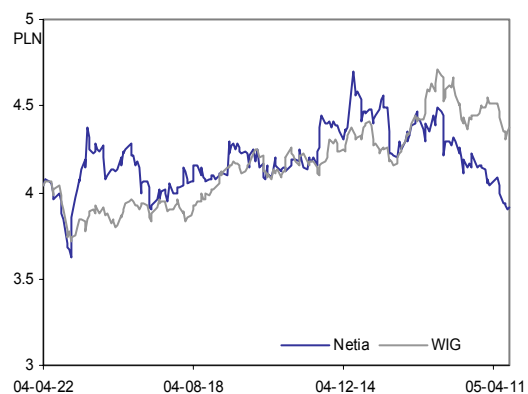
Neutralnie: W krótkim okresie inwestorzy będą zwracali uwagę przede wszystkim na dywidendy za 2004 rok, które dla sektora powinny być rekordowo wysokie. W średnim okresie oczekujemy, że negatywny wpływ konkurencji zarówno w usługach komórkowych a przede wszystkim w telefonii stacjonarnej będzie wiązał się z systematycznym obniżaniem prognoz wyników dla sektora.

Profil spółki

Netia jest największym w Polsce operatorem alternatywnym działającym na rynku telefonii stacjonarnej. 60% przychodów spółki pochodzi z tradycyjnych usług głosowych świadczonych na bazie 425 tys. linii telefonicznych. Pozostałe źródła przychodów to preselekcja i transmisja danych. Netia zamierza stać się centrum konsolidacji rynku. Staje się też celem do przejęcia.

Ważne daty

16.05 - publikacja raportu za 1Q2005
11.08 - publikacja raportu za 2Q2005

Kurs akcji Netii na tle WIG**Michał Marczak**

(48 22) 697 47 38

Michal.Marczak@breinvest.com.pl

www.brebrokers.com.pl

Netia

NTIA.WA; NET.PW

Akumuluj

(Podwyższona)

Słabe perspektywy, ale pomoże buy-back

Podwyższamy rekomendację inwestycyjną dla akcji Netii z trzymaj do akumuluj, z niezmienną ceną docelową na poziomie 4,5 PLN. Nie zmienimy naszego sceptycznego podejścia co do długoterminowych perspektyw dla spółki. Erozja przychodów w telefonii stacjonarnej i rewolucja jaką wprowadzi VOIP wraz z upowszechnieniem się szerokopasmowego internetu wpłynie na spadek marż i FCF, który jest dziś silną stroną całego sektora. W krótkim okresie - przy obecnej cenie akcji na giełdzie - skup własnych akcji istotnie ogranicza potencjał spadku kursu.

Skup własnych akcji i warrantów

Od 9 maja spółka będzie skupowała własne akcje na co przeznaczy 120 mln PLN. Skupując akcje Netia nie może przekroczyć 25% wolumenu akcji w danym dniu, nie może również składać zleceń zawijających cenę akcji. Przy obecnej cenie akcji spółka mogłaby skupić 29,5 mln akcji, co przy średnim dziennym obrocie z ostatnich tygodni zajmie spółce co najmniej 1,5 miesiąca. Skupione akcje stanowiłyby 7% wszystkich akcji po maksymalnym rozwodnieniu.

Perspektywy

W perspektywie dwóch lat spółka powinna wykazywać wzrost przychodów w obszarze transmisji danych i preselekcji (połączenia lokalne). Przedstawiona w raporcie analiza przychodów wskazuje, że od I kwartału br spółka powinna raportować spadek przychodów z bezpośrednich usług głosowych. Naszym zdaniem w długim okresie wzrost przychodów możliwy jest jedynie poprzez akwizycje innych operatorów. W perspektywie roku nie spodziewamy się tu jednak spektakularnych transakcji. Nie należy natomiast wykluczyć przejęcia mniejszych operatorów, wielkością odpowiadających TDC Internet.

Marża EBITDA

Operatorzy alternatywni w Europie Zachodniej osiągają marżę EBITDA na poziomie 20-25%. W przypadku Netii jest to poziom przekraczający 35%. W przeciwieństwie do prognoz Zarządu, naszym zdaniem w długim okresie narastająca konkurencja „sprowadzi” marżę operacyjną Netii do poziomu krajów zachodnich.

Czwarty operator

Zwycięstwo spółki w przetargu na dodatkowe częstotliwości GSM/UMTS będziemy traktowali jako czynnik ryzyka. Nie wierzymy w zakończone sukcesem wejście na rynek czwartego operatora. Dla spółki może oznaczać to wysokie inwestycje z bardzo niepewnym okresem zwrotu.

(mln PLN)	2003	2004P	2005P	2006P	2007P
Przychody	701	897	965	994	1041
EBITDA	202	325	353	358	358
marża EBITDA	28,8%	36,2%	36,6%	36,0%	34,3%
EBIT	-840	86	123	136	144
Zysk netto	-729	159	133	108	116
P/E	-2,4	11,0	13,3	16,4	15,3
P/CE	-3,2	3,4	3,8	4,1	4,1
P/BV	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	7,2	4,2	4,1	4,0	3,9

Przychody ze sprzedaży usług telekomunikacyjnych

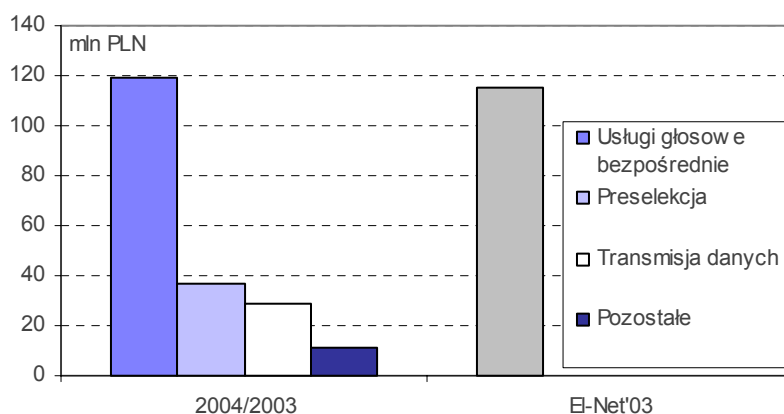
Podsumowanie

Akwizycje to główny czynnik wzrostu przychodów

Skadniki wyrostu przychodów w 2004 r.

W 2004 roku spółka wykazała wzrost przychodów o 196 mln PLN, tj. o 28% więcej niż przed rokiem. Głównym obszarem wzrostu były przychody z bezpośrednich usług głosowych i interkonektu, których przyrost spółka zawdzięcza przede wszystkim włączeniu do konsolidacji EI-Netu. Łącznie przychody w tym obszarze wzrosły o blisko 120 mln PLN. W roku 2003 łączne przychody ze sprzedaży EI-Netu wyniosły 115 mln PLN, co pokazuje, jak istotną rolę w wykazanej dynamice miała wspomniana akwizycja. W przypadku pozostałych przychodów najistotniejszą rolę odegrały: preselekcja (+37 mln PLN) i transmisja danych (29 mln PLN). Są to obszary w przypadku, których można mówić o organicznym rozwoju spółki. Ponadto nie bez znaczenia jest fakt, że w roku 2004 spółka konsolidowała Świat Internet SA przez cztery pełne kwartały, w roku 2003 jedynie przez trzy, co powoduje, że baza porównawcza zaburzona jest o kolejne 10 mln PLN (szacunki DI BRE).

Wzrost przychodów Netii w roku 2004 w rozbiciu na poszczególne usługi



Źródło: DI BE Banku na podstawie Netia SA, Monitor Polski B

Erozja bezpośrednich usług głosowych

Naszym zdaniem w kolejnych kwartałach, bez zmiany strategii cenowej obszarem wzrostowym pozostaje jedynie transmisja danych. W przypadku usług głosowych świadczonych bezpośrednio abonentom Netii należy oczekiwać: zahamowania wzrostu liczby abonentów i dalszego spadku cen połączeń, co będzie wpływało na spadek średniego przychodu na linię dzwoniącą. W konsekwencji oczekujemy, że przychody w tym obszarze zaczną spadać począwszy od I kwartału 2005. Segment preselekcji jest wzrostowy jedynie pod warunkiem zmiany na bardziej agresywną oferty cenowej Netii i zaoferowanie klientom TPSA możliwości połączeń lokalnych. Problem polega tu jednak na tym, że taka polityka (zejście z cenami) „niszczyłaby” przychody w segmencie usług bezpośrednich o czym w dalszej części raportu. Obszarem, w którym wzrost będzie kontynuowany jest transmisja danych.

VOIP obniży marżę EBITDA w długim okresie

Można powiedzieć, że strukturalnie Netia zajmuje pozycję pomiędzy TPSA a Tele2. Liberalizacja rynku zdecydowanie uderza w narodowego operatora, który odczuwa spadek cen i dodatkowo „oddaje” ruch telekomunikacyjny na rzecz konkurencji poprzez preselekcję. Netia częściowo przejmuje ten ruch, ale zbyt agresywna polityka cenowa w preselekcji odbija się na przychodach od bezpośrednich abonentów. Tele2 czy Energis, które nie ponosiły wysokich nakładów na budowę infrastruktury dostępowej to typowy przykład operatorów ukierunkowanych na zdobywanie jak największej części rynku. W przyszłości do tej konkurencji dołączą operatorzy VOIP (*Onet.pl*, *Tlen.pl*), którzy naszym zdaniem zrewolucjonizują usługi telekomunikacyjne – głównie kosztem operatorów posiadających infrastrukturę dostępową. Mając taką perspektywę uważamy, że utrzymanie marży EBITDA spółki na obecnym poziomie w długim okresie jest mało realne.

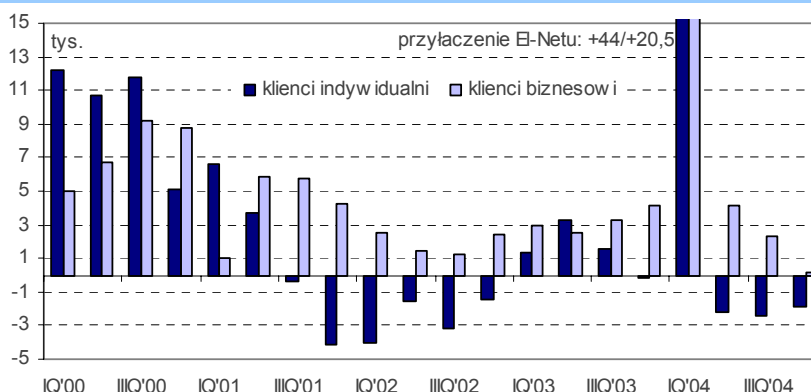
Usługi bezpośrednie

Abonenci

Brak przyrostu liczby klientów biznesowych

W IV kwartale 2004 liczba abonentów Netii zmniejszyła się o 1,7 tys., głównie za sprawą odpływu klientów indywidualnych. Na koniec roku operator obsługiwał 424,8 tys. linii, z czego 21% stanowiły kanały ISDN. W danych za kwartał niepokoi przede wszystkim znikomy wzrost liczby linii biznesowych (+200 szt.), który jest najniższy w giełdowej historii spółki. Udział linii dla klientów biznesowych na koniec roku wyniósł 34,3% w stosunku do 32,9% na koniec 2003. Spadek liczby abonentów indywidualnych nie jest zaskoczeniem – trend ten będzie kontynuowany w kolejnych kwartałach.

Zmiana liczby abonentów Netii w rozbiciu na biznesowych i indywidualnych



Uwzględnia linie ISDN

Źródło: DI BE Banku na podstawie Netia SA

Indywidualni rezygnują bo tanie komórki i tanie Tele2 – biznesowi mają coraz szerszą ofertę od innych operatorów

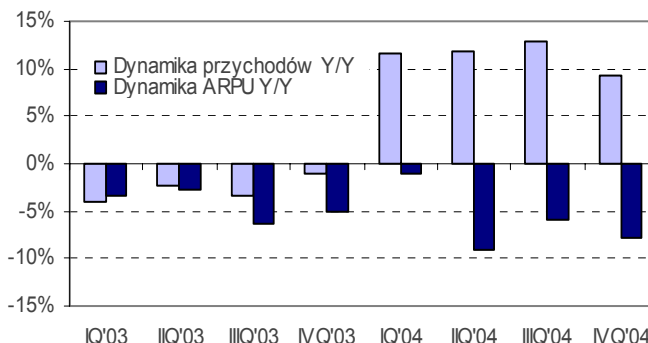
Ponadto widzimy ryzyko, że w związku z ukierunkowaniem strategii spółki na klientów biznesowych (nieatrakcyjna oferta dla użytkowników indywidualnych) część abonentów indywidualnych może być zainteresowana skorzystaniem z preselekcji oferowanej np. przez Tele2. Tele2 ma w swojej ofercie m.in. istotnie tańsze (-20%) połączenia lokalne, jak również konkurencyjne ceny w DLD i F2M. Ponadto klienci indywidualni będą wykazywali się większą w porównaniu z biznesowymi, skłonnością do rezygnacji z telefonii stacjonarnej na rzecz coraz tańszej – komórkowej. W kolejnych kwartałach będziemy z uwagą śledzić trendy dotyczące sprzedaży linii dla klientów biznesowych. Element ten jest głównym stabilizatorem przychodów z usług bezpośrednich. Brak wzrostu w tym obszarze przełoży się naszym zdaniem na spadek przychodów w tej części biznesu w ujęciu rocznym – począwszy od IQ2005.

Przychody z połączeń głosowych

Wzrost przychodów wynika z nieporównywalnej bazy roku 2003

Przychody z tradycyjnych usług głosowych świadczonych bezpośrednio klientom Netii, włączając w to przychody z abonamentu i interkonektu wzrosły w stosunku do 2003 roku o 120 mln PLN, tj. wartość zbliżoną do rocznych przychodów EI-Netu.

Przychody z ruchu telekomunikacyjnego*



* abonament,

Źródło: DI BE Banku na podstawie Netia SA

Od IQ2005 przy nierosnącej liczbie klientów biznesowych i spadku ARPU oczekujemy erozji przychodów segmentu

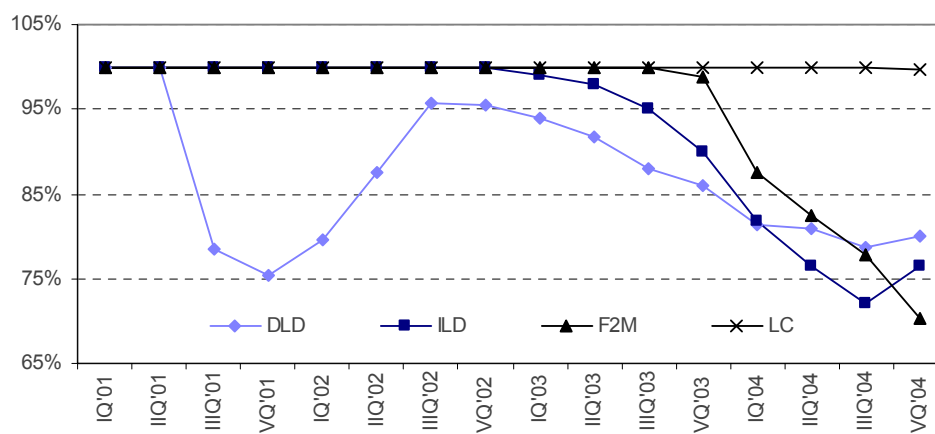
W tej części działalności, jeżeli dojdzie do zahamowania wzrostu liczby klientów biznesowych będzie można mówić o erozji przychodów, będącego konsekwencją spadku cen połączeń. Spadek liczby klientów indywidualnych jest naszym zdaniem nieunikniony, przy takiej polityce cenowej jaka stosuje spółka. Wzrost przychodów jaki miał miejsce w 2004 roku to efekt akwizycji El-Netu. Wskazuje na to analiza średniego przychodu z połączeń na abonenta, widoczna na powyższym wykresie. Naszym zdaniem trend ten utrzyma się również w roku 2005 i kolejnych.

Preselekcja

Jednym z dwóch obszarów wzrostu organicznego są usługi niebezpośrednie świadczone za pomocą preselekcji. W 2004 roku wzrost przychodów z tego tytułu wyniósł 37 mln PLN, tj. odpowiadał za wzrost sprzedaży grupy o 5,3%. Zwracamy tu uwagę na dwa aspekty:

- Wzrost przychodów jest efektem liberalizacji kolejnych segmentów rynku połączeń głosowych (DLD, ILD, F2M), co powoduje, że baza porównawcza poprzedniego roku jest nieporównywalna i co pozwala na wykazanie wzrostu. W 2004 r. uwolniony został segment F2M. Ponadto narodowy operator „oddawał” kolejne procenty rynku DLD i ILD, co pozwalało operatorom alternatywnym wykazywać wzrost przychodów.

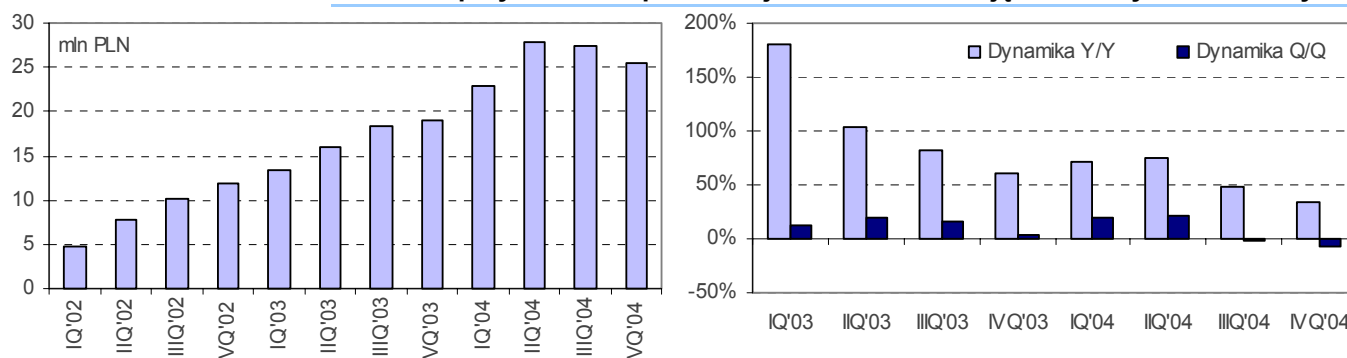
Udział TPSA w ruchu wychodzącym z sieci operatora (rynek preselekcji)



Źródło: DI BRE Banku na podstawie TPSA

- Zarówno w ILD, F2M jak i DLD udział TPSA w rynku spadł do poziomów gdzie naszym zdaniem dalsze „wyszarpowanie” udziału będzie dużo trudniejsze. Tu prym będą wiedli operatorzy bardziej agresywni w ofercie cenowej, tacy jak Tele2 czy Energis. Strategia Netii w obszarze preselekcji, koncentruje się przede wszystkim na klientach biznesowych, dla których zostały wyznaczone wysokie minimalne opłaty miesięczne. W przypadku klientów indywidualnych ofertę Netii oceniamy jako mało atrakcyjną. Wynika to m.in. z faktu, że zbyt agresywna oferta cenowa w preselekcji dla tej grupy niszczy również nadal relatywnie wysokie ceny usług świadczonych bezpośrednio abonentom Netii. W trzech wymienionych rodzajach połączeń nie widzimy istotnego potencjału wzrostu przychodów dla niezależnych operatorów.

Wielkość przychodów z preselekcji oraz zmiana w ujęciu rocznym i kwartalnym



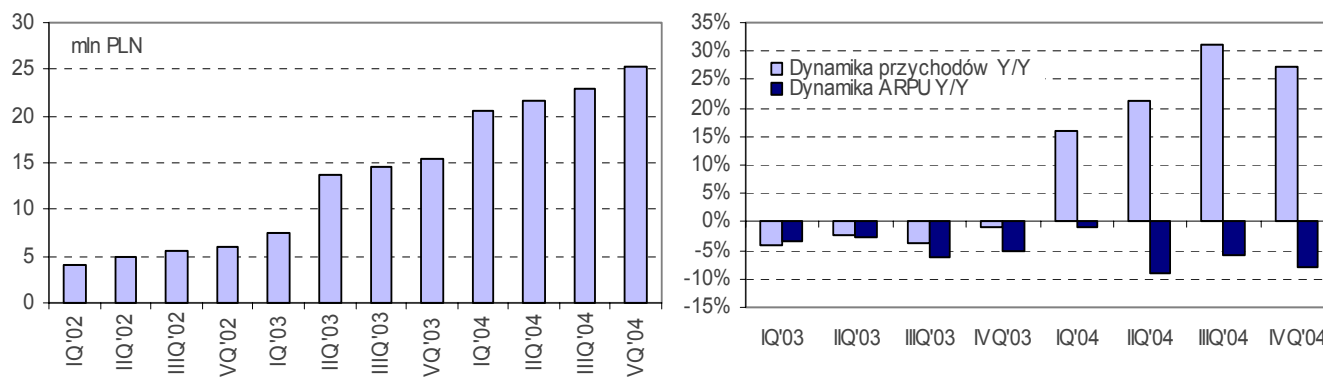
Źródło: DI BRE Banku na podstawie Netia SA

- Obszarem, który nadal nie został zagospodarowany przez operatorów niezależnych są połączenia lokalne, które w ograniczonym zakresie otworzyły się dopiero w grudniu 2004 (Tele2). Rynek o wartości 2,5 mld PLN (TPSA, 2004) będzie otwierał się stopniowo. Można przyjąć, że do końca br. roku TPSA powinna oddać ok. 15-20% rynku (udział porównywalny z DLD). Naszym zdaniem Netia nie będzie jednak głównym beneficjentem tego zjawiska. Jak dotąd spółka nie wprowadziła nawet preselekcji lokalnej do swojej oferty, tłumacząc to niedogodnością z punktu widzenia klienta wyboru numeru *prefixu* przy rozmowie lokalnej. Taka argumentacja nie jest pozbawiona sensu, jednak naszym zdaniem powód może być inny. W przypadku klientów bezpośrednich spółka nadal korzysta z zasady *bill&keep* (wyjątkiem jest EI-Net). Obniżenie cen połączeń lokalnych w preselekcji do poziomu Tele2 (-30% w relacji do oferty TPSA w abonamencie standardowym) powoduje presję na ceny dla klientów bezpośrednich. Przychody z preselekcji lokalnej obciążone są kosztem zakończenia połączenia (nie obowiązuje zasada *bill&keep*) a więc są dużo mniej rentowne niż dla klientów bezpośrednich. Reasumując naszym zdaniem Netia mogłaby więcej stracić na obniżce cen jaka dotknęłaby klientów bezpośrednich niż zyskała z dodatkowych przychodów z preselekcji, które wiążą się z kosztami zakończenia połączenia.
- Sytuacja ta ma również inny aspekt. Energis i Tele2 składają ofertę cenową (również dla klientów biznesowych) obejmującą w pakiecie dużo tańsze (-20-30%) połączenia lokalne. Jak na razie Netia nie daje w swojej ofercie takiej możliwości. Z punktu widzenia klientów biznesowych może mieć to znaczenie. Rozmowy lokalne to ok. 1/3 kosztów rozmów w telefonii stacjonarnej.

Transmisja danych

Obszarem co do którego nie mamy wątpliwości, że będzie wzrastał w przyszłości jest transmisja danych. Spółka posiada atrakcyjną - z punktu widzenia klientów biznesowych i indywidualnych - będących z zasięgu sieci Netii - ofertę szerokopasmowego dostępu do Internetu. W przyszłości szansą dla Netii jest otwarcie abonenckiej pętli lokalnej. Tu jednak potencjalne korzyści nie pojawią się w perspektywie co najmniej najbliższego roku, co jest efektem nieatrakcyjnych warunków dzierżawy pętli zawartych w umowie ramowej z TPSA zaakceptowanej przez URTiP.

Wielkość przychodów z transmisji danych oraz zmiana w ujęciu rocznym i kwartalnym



Źródło: DI BRE Banku na podstawie Netia SA

W IV kwartale 2004 skorygowana EBITDA spółki wyniosła 81,5 mln PLN. Wielkość ta nie uwzględnia jednak odpisu wartości aktywów trwałych (21,7 mln PLN), który obniża wynik operacyjny. Po jego uwzględnieniu EBIT spółki jest ujemny i wynosi -0,2 mln PLN. Dodatni wynik netto to efekt przychodu z tytułu rozpoznania podatku odroczonego w kwocie 46,7 mln PLN. Szerszy komentarz na temat wyników zamieścimy w ciągu dnia.

Odpis wartości aktywów, dokonany w IV kwartale ur. nie wynika z tzw. *imparment test*, tj. weryfikacji długoterminowych prognoz spółki i ewentualnej korekty wartości aktywów, mającej na celu utrzymanie wskaźnika ROA na stałym poziomie. W przyszłości widzimy ryzyko, że w przypadku słabszych wyników na poziomie operacyjnym spółka w ramach *imparment test* odpisze część aktywów, co dodatkowo obniży wynik netto (bez wpływu na *cash flow*).

Centrum konsolidacji rynku i cel do przejęcia

Realność dalszych akwizycji

Exatela/Dialog

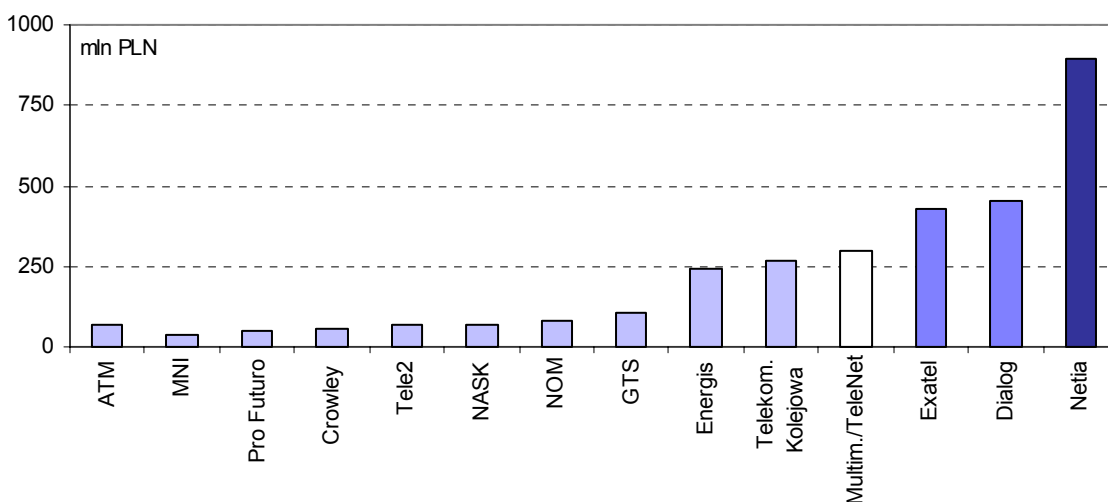
Pojawiła się propozycja połączenia Exatela (dawne Tel-Energ) z Dialogiem. Naszym zdaniem takie połączenie to dobre rozwiązanie zarówno dla KGHM jak i PSE. Powstałby podmiot, w którym dosyć łatwo można osiągnąć efekty synergii – przede wszystkim kosztowych, czego przykładem jest akwizycja EI-Netu przez Netię. Oferty obu operatorów uzupełniają się. Zakładamy, że w przypadku Exatela, który prawdopodobnie nie uporał się jeszcze z wchłonięciem Tel-Banku potencjał w kwestii ograniczenia kosztów jest bardzo duży. W przypadku Dialogu możliwość redukcji kosztów wiąże się chociażby z tym, że operator dzierżawi dziś sieć szkieletową od TPSA, co pochłania co najmniej kilka mln PLN rocznie. W perspektywie 1-1,5 roku mógłby powstać znacząco większy i efektywniejszy podmiot, którego wartość powinna istotnie przekraczać cząstkowe wyceny Exatela i Dialogu. Zasadniczym problemem pozostaje oczywiście dojście do porozumienia obu stron (chociażby parytet wymiany) a następnie sprawne przeprowadzenie restrukturyzacji połączonych spółek.

Z punktu widzenia Netii jest to zła informacja. Zrealizowanie się takiego scenariusza oznacza, że spółka nie osiągnie korzyści, jakie potencjalnie niosła ze sobą konsolidacja sektora i możliwość „dopisania” efektów synergii do własnej wartości (przy przejęciu niezrestrukturyzowanych podmiotów) – jak miało to miejsce w przypadku EI-Netu. Oczywiście brak przejęć powoduje wzrost oczekiwań ze strony inwestorów dotyczących wypłaty dywidendy. Naszym zdaniem jest to podejście dobre w krótkim horyzoncie czasowym, w długim powoduje, że inwestycja w akcje spółki staje się mało atrakcyjna.

Energis

Prezes Energisu zapowiedział, że spółka zamierza przejmować alternatywnych operatorów działających w Polsce. Wśród wymienionych celów do przejęcia były m.in. GTS i Crowley Data. Są to naszym zdaniem również podmioty, z którymi rozmawia Netia. Obok połączonego Exatela i Dialogu wygląda na to, że Netia będzie miała problemy z przejęciem średniej wielkości operatorów alternatywnych.

Operatorzy alternatywni telefonii stacjonarnej i ich przychody



Źródło: Netia SA

Netia z Dialogiem pod czeskimi skrzydłami?

Prezes Cesky Telecom zapowiedział, że operator jest zainteresowany inwestycjami w regionie Europy Środkowowschodniej, w tym w Polsce. Naszym zdaniem zapowiedzi Prezesa CT należy raczej traktować jako element mający wpłynąć na kurs spółki niż bardzo realne plany. Należy pamiętać, plany te były formułowane w okresie, kiedy operator znajdował się w końcowej fazie procesu sprzedaży przez Skarb Państwa kontrolnego pakietu (51,1%) operatora. To jak CT wykorzysta wolne środki finansowe zadecyduje już nowy właściciel (Telefonica), który określi również strategię spółki zgodną ze strategią tegoż inwestora w



regionie. Oferty na zakup operatora mają zostać złożone do 29 marca br. Jeżeli żadna nie zostanie zaakceptowana rząd zdecyduje o sprzedaży akcji poprzez giełdę. W rywalizacji o pakiet kontrolny biorą udział: France Telecom z inwestorem finansowym Blackstone, CVC i Provident; Swisscom; Belgacom i Telefonía. W przypadku przejścia kontroli przez FT proces konsolidacji operatorów telefonii stacjonarnej w Polsce może zablokować UOKiK. Wśród faworytów przetargu wymieniani są: Swisscom i FT.

Oczywiście nie należy wykluczać, że ostatecznie dojdzie do procesów konsolidacyjnych w regionie a ich sprawcą będzie właśnie CT. Budżet jakim teoretycznie dysponuje spółka wystarcza na przejście Dialogu, Netii, Exatela i jeszcze kilku innych graczy. Z biznesowego punktu widzenia konsolidacja jest najlepszym rozwiązaniem jakie może spotkać sektor. Kwestią otwartą pozostaje jeszcze tylko jaka cenę potencjalnie może zapłacić CT. Z punktu widzenia podmiotu, który byłby w stanie przejąć wszystkie wymienione spółki i wykreować efekty synergii w grupie, obecna cena rynkowa Netii wydaje się atrakcyjna. Przejście tylko jednej spółki zmienia naszą pozytywną ocenę.

Czwarty operator

Netia znalazła się na liście pięciu podmiotów jakie złożyły ofertę na nowe częstotliwości UMTS/GSM. Ewentualną wygraną spółki będziemy traktowali jako wzrost ryzyka inwestycyjnego. Naszym zdaniem ocenę szans nowego operatora zawarł sam Prezes URTiP. Przed kilkoma tygodniami w udzielonym wywiadzie odniósł się on do realnych szans wejścia na rynek czwartego operatora telefonii komórkowej. Całkowicie zgadzamy się z wypowiedzią Prezesa – „wejście na rynek innego podmiotu będzie bardzo trudne”. Prezes zwraca uwagę na problem roamingu wewnętrznego, o którym wielokrotnie pisaliśmy. Potwierdził, że w najlepszym razie może on zostać wprowadzony w końcu 2005 roku, co oczywiście powoduje, że dla czwartego operatora pozostanie znikoma część rynku (prognozowana przez nas penetracja na koniec 2005 to ok. 67-70%). Prezes uważa, że najlepszym rozwiązaniem byłoby podpisanie umowy na zasadach komercyjnych (dot. roamingu wewnętrznego) pomiędzy czwartym operatorem a którymś z obecnej trójki. Naszym zdaniem na tym etapie rozwoju rynku nie jest to korzystne dla żadnego z trzech już działających operatorów (nikt nie chce wpuścić na rynek operatorów wirtualnych). Nie można wykluczyć, że sytuacja się zmieni za 2 lata, kiedy rynek się nasyci. De facto wtedy czwarty operator nie będzie istotnie różnił się jednak od MVNO, którzy będą stanowili dla niego dodatkową konkurencję.

Naszym zdaniem jedyną szansą dla Netii zaistnienia na rynku usług telefonii komórkowej jest pozycja MVNO. Tu jednak spółka będzie musiała konkurować z innymi operatorami wirtualnymi, którzy naszym zdaniem mogą mieć nad Netią przewagę (dostawcy kontentu multimedialnego, sieci supermarketów).



Rachunek wyników

(mIn PLN)	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	701,1	897,2	965,3	994,2	1040,8	1098,5	1148,8	1173,4	1167,8	1161,6
<i>zmiana</i>	14,4%	28,0%	7,6%	3,0%	4,7%	5,5%	4,6%	2,1%	-0,5%	-0,5%
Koszty operacyjne	498,9	572,3	612,1	636,3	683,3	740,1	774,9	798,6	831,2	857,5
EBITDA	202,2	324,9	353,2	357,9	357,5	358,4	373,9	374,8	336,5	304,1
<i>zmiana</i>	30,3%	60,7%	8,7%	1,3%	-0,1%	0,2%	4,3%	0,2%	#####	-9,6%
<i>marża</i>	28,8%	36,2%	36,6%	36,0%	34,3%	32,6%	32,5%	31,9%	28,8%	26,2%
Amortyzacja	268,4	238,8	245,1	236,9	228,0	218,1	197,9	183,5	172,6	164,4
Goodwil	25,8	21,4	14,7	14,7	14,7	33,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Jednorazowe odpisy	799,7	21,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-840,1	85,8	122,8	135,7	144,2	173,8	176,0	191,3	163,9	139,7
Wynik na dz. finansowej	-65,6	27,9	10,6	12,6	14,4	15,5	17,3	19,8	22,2	24,4
Zdarzenia nadzwyczajne	176,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	-728,8	113,7	133,3	148,3	158,6	189,3	193,3	211,2	186,1	164,1
Podatek i inne	-0,3	45,5	0,0	-40,1	-42,8	-51,1	-52,2	-57,0	-50,3	-44,3
Wynik netto	-729,1	159,2	133,3	108,3	115,8	138,2	141,1	154,1	135,9	119,8

Bilans

(mIn PLN)	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Aktywa	2239,6	2532,6	2437,9	2457,4	2462,4	2476,4	2474,0	2479,9	2488,4	2495,7
Środki pieniężne	199,2	301,9	288,2	342,5	375,5	399,1	464,8	525,9	583,6	636,0
Depozyty o ogr. zbywalności	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności	100,5	122,8	139,0	146,4	153,2	161,7	175,5	185,8	191,4	193,6
Zapasy	0,7	2,5	3,6	3,9	4,2	4,6	4,8	4,9	5,1	5,3
Rozliczenia międzyokr. czynne	8,7	10,4	14,4	15,1	16,2	17,5	18,3	18,9	19,6	20,2
Inwestycje	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Środki trwałe netto	1584,6	1817,2	1768,5	1733,1	1705,2	1676,6	1623,3	1584,9	1555,8	1533,5
Oprogramowanie komputerowe	91,4	84,7	86,0	87,5	88,3	87,6	81,8	78,1	75,4	73,5
Koncesje	252,7	222,8	198,8	174,8	150,8	126,8	102,8	78,8	54,8	30,8
Pozostałe aktywa długoterminowe	1,6	48,0	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7
Pasywa	2239,6	2532,6	2437,9	2457,4	2462,4	2476,4	2474,0	2479,9	2488,4	2495,7
Krótkoterminowa część LT	0,0	11,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krótkoterm. część za koncesje	4,8	4,0	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Zobowiązania handlowe	69,1	101,2	108,2	91,7	91,1	98,6	102,5	105,0	109,6	113,3
Zobowiązania z tyt. umów term.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe i inne	69,7	49,0	54,1	53,8	57,7	62,5	54,5	56,1	58,4	60,3
Przychody przyszłych okresów	9,8	10,6	12,6	13,3	14,0	14,7	15,4	16,1	16,8	17,5
Długoterminowe zobowiązania	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne długoterminowe	6,2	11,1	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Długoterminowa część za koncesje	4,4	54,1	54,1	54,1	54,1	54,1	54,1	54,1	54,1	54,1
Udziały mniejszościowe	4,3	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Kapitał własny	2071,4	2285,4	2190,5	2226,2	2227,2	2228,2	2229,2	2230,2	2231,2	2232,2



Departament Sprzedaży Instytucjonalnej i Analiz:

Tomasz Mazurczak tel. (+48 22) 697 47 35
Dyrektor DSliA
Tomasz.Mazurczak@breinwest.com.pl
Analiza strategiczna

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Wicedyrektor DSliA
Michal.Marczak@breinwest.com.pl
Telekomunikacja, surowce, metale, media, hotele

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Wicedyrektor DSliA
Grzegorz.Domagala@breinwest.com.pl

Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68
Michal.Skowronski@breinwest.com.pl

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
Emil.Onyszczyk@breinwest.com.pl

Marzena Łempicka tel. (+48 22) 697 48 95
Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
Grzegorz.Stepien@breinwest.com.pl

Dzielnicki Adrian tel. (+48 22) 697 48 82
Adrian.Dzielnicki@breinwest.com.pl

Joanna Niedziela tel. (+48 22) 697 48 54
Joanna.Niedziela@breinwest.com.pl

Analitycy:

Hanna Kędziora tel. (+48 22) 697 47 37
Główny specjalista ds. analiz
Hanna.Kedziora@breinwest.com.pl
Chemia, farmaceutyki, AGD

Andrzej Powierża tel. (+48 22) 697 47 42
Główny specjalista ds. analiz
Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl
Banki, ubezpieczenia, inne

Dorota Puchlew tel. (+48 22) 697 47 41
Specjalista ds. analiz
Dorota.Puchlew@breinwest.com.pl
Spożywczy, odzieżowy, inne

Witold Samborski tel. (+48 22) 697 47 36
Główny specjalista ds. analiz
Witold.Samborski@breinwest.com.pl
IT, budownictwo, inne

Przemysław Smoliński tel. (+48 22) 697 49 64
Specjalista ds. analiz
Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88
Starszy specjalista ds. analiz
Jacek.Borawski@breinwest.com.pl
Analiza techniczna

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
skr. pocztowa 21
www.brebrokers.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.

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG

SPRZEDAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG

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 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.

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.

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.

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 Papierów Wartościowych i Giełd.

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 Netia S.A.

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2004-12-22
kurs z dnia rekomendacji	4.70
WIG w dniu rekomendacji	26363.24