

6 lipca 2006

Aktualizacja raportu


**Telekomunikacja  
Polska**

<b>Cena bieżąca</b>	<b>19,3 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>19,8 PLN</b>
Kapitalizacja	27,0 mld PLN
Free float	13,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	62,8 mln PLN

# TPSA

TPSA.WA; TPS.PW

## Trzymaj

(Obniżona)

### Regulator zaryczał

Po okresie zawirowań personalnych i opóźnień we wprowadzaniu nowych rozporządzeń, ostatnie decyzje UKE wskazują, że regulator zamierza zrealizować ambitny cel, jaki postawił sobie kilka miesięcy temu. W ciągu dwóch lat rynek telekomunikacyjny w Polsce powinien zostać zliberalizowany na wzór rynku brytyjskiego. Od maja br. regulator wprowadził lub wprowadzi w ciągu tygodnia: *bitstream access*, RIO, hurtowy dostęp do abonamentu, rozdzielenie opłat za szerokopasmowy dostęp do Internetu od abonamentu za usługi głosowe. W reakcji na działania UKE, TPSA już istotnie obniżyła cenę Neostrady. Wkrótce należy również oczekiwać obniżki cen tradycyjnych usług głosowych. Naszym zdaniem, największym problemem nie jest samo wprowadzanie nowych rozwiązań, ale ich tępo i niezdolność TP do tak szybkiej redukcji kosztów operacyjnych, gdzie spółka posiada jeszcze duże rezerwy. Agresywna polityka regulatora powinna negatywnie wpłynąć na wyniki TP już w 2H2006. Nie wszystkie decyzje UKE zakłádaliśmy w naszym modelu, dlatego obniżamy prognozy wyników spółki. Biorąc również pod uwagę wyższy koszt kapitału i przecenę spółek telekomunikacyjnych przyjmowanych do wyceny porównawczej, obniżamy cenę docelową dla akcji TP z 23,9 PLN (przed dywidendą) do 19,8 PLN i rekomendację z kupuj do trzymaj.

#### Struktura akcjonariatu

France Telekom	47,5%
Bank of New York	9,97%
Skarb Państwa	3,87%

Pozostali	38,65%
-----------	--------

#### Strategia dotycząca sektora

**Neutralnie:** 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. W przypadku dalszych spadków cen na giełdach sektor powinien pełnić rolę sektora defensywnego.

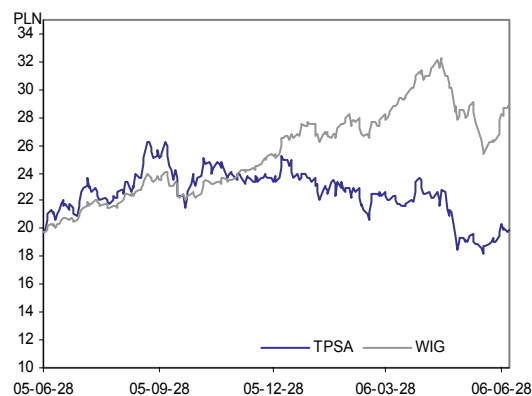
#### Profil spółki

TPSA to były monopolista, którego obecny udział w usługach głosowych waha się od 62-75% (na bazie ruchu telekomunikacyjnego), w telefonii komórkowej pod względem przychodów 31%. TPSA jest nadal beneficjentem niesprawnie działającego systemu regulacji rynku, który wciąż trudno określić jako zliberalizowany.

#### Ważne daty

11.08.2006 - publikacja raportu za 2Q2006  
31.08.2006 - publikacja raportu za 2H2006

#### Kurs akcji TPSA na tle WIG



#### Michał Marczak

(48 22) 697 47 38  
michal.marczak@dibre.com.pl  
www.dibre.com.pl

#### Neostrada - tak, abonament - nie

Spośród decyzji UKE największy wpływ na obniżenie naszych prognoz ma rozdzielenie opłat za dostęp do Internetu i abonament telefoniczny (nie zakładaliśmy). Decyzja będzie prowadzić do zdecydowanie szybszego odpływu klientów z tradycyjnych usług głosowych i spadku ARPU w telefonii stacjonarnej. W reakcji na wprowadzenie *bitstream access* TP obniża w promocyjnej cenie Neostrady (512 KB/s) do 33 PLN w pierwszym i 66 PLN w drugim roku trwania umowy (-33/50%). Tak agresywna ścieżka zejścia z ceną odbije się negatywnie na przychodach, czego nie zrównoważy wzrost liczby abonentów. Pozostałe decyzje UKE są zgodne z naszymi oczekiwaniami.

#### Nowe stawki interkonektową (RIO)

Prezes urzędu zatwierdziła nową ofertę określającą ramowe warunki połączenia sieci TP z innymi operatorami (RIO). W umowie ramowej TP będzie zobligowana do obniżenia wysokości stawek średnio o prawie 35%.

#### Korekta prognoz

Po wprowadzeniu zmian w modelu zwiększamy tegoroczną prognozę spadku przychodów z -1,3% do -3,9%. Mniejsze przychody implikują niższą marżę EBITDA (41,4% vs. 43%) i spadek zysku netto z 2,3 mld PLN do 1,9 mld PLN. Konsekwencją jest również obniżenie wyników w latach kolejnych.

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Przychody	18 530	18 342	17 623	17 488	17 536
EBITDA	8 219	7 992	7 301	7 077	6 965
marża EBITDA	44,4%	43,6%	41,4%	40,5%	39,7%
EBIT	3 788	3 781	3 215	3 128	3 148
Zysk netto	2 306	2 316	1 905	1 846	1 897
DPS	0,1	0,3	1,0	1,4	1,6
P/E	11,7	14,2	14,6	14,2	13,8
P/CE	4,0	4,1	4,5	4,7	4,7
P/BV	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5
EV/EBITDA	4,7	4,4	4,6	4,6	4,6
DYield	0,6%	1,7%	5,2%	7,0%	8,2%

## Wycena

### Podsumowanie wyceny

(PLN)	Waga	Wycena
Wycena wskaźnikowa	50%	17,6
Wycena DCF	50%	19,1
Wycena		18,3
<b>Cena docelowa (9-mcy)</b>		<b>19,8</b>

Źródło: DI BRE Banku SA

### Wskaźniki wyceny dla europejskich operatorów narodowych

Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y			
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	
<b>MID CAPS</b>																
Belgacom	26,2	4,3	4,5	4,6	1,7	1,7	1,7	9,4	10,8	11,3	40%	37%	36%	6,0%	5,8%	5,7%
Cesky Telecom	473,8	5,8	5,7	5,8	2,6	2,6	2,6	24,4	20,3	17,2	45%	46%	46%	5,1%	8,7%	8,1%
Hellenic Telekom	17,1	-	4,9	4,6	2,0	2,0	1,9	-	13,2	11,4	19%	41%	42%	0,8%	3,1%	3,0%
Matav	829,0	4,9	4,8	4,9	2,0	2,0	1,9	10,8	10,7	10,6	40%	40%	39%	9,3%	4,2%	11,5%
Portugal Telecom	9,5	6,1	6,5	6,3	2,4	2,3	2,3	17,6	17,2	14,8	40%	36%	37%	4,1%	4,6%	5,0%
TDC	185,0	4,7	4,3	4,2	1,2	1,2	1,2	8,3	7,9	26%	27%	28%	7,0%	7,3%	7,6%	
Telecom Austria	18,0	7,2	6,6	6,6	2,9	2,8	2,7	21,1	16,0	14,2	41%	42%	42%	2,9%	3,9%	4,4%
Maksimum		7,2	6,6	6,6	2,9	2,8	2,7	24,4	20,3	17,2	45%	46%	46%	9,3%	8,7%	11,5%
Minimum		4,3	4,3	4,2	1,2	1,2	1,2	9,4	8,3	7,9	19%	27%	28%	0,8%	3,1%	3,0%
<b>Mediana</b>		<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>17,6</b>	<b>13,2</b>	<b>11,4</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>39%</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,7%</b>
TPSA		4,5	4,4	4,5	2,0	1,9	1,9	12,1	12,1	12,7	44%	43%	42%	1,7%	5,0%	8,3%
premia / dyskonto		-16,4%	-9,2%	-9,5%	-3,5%	-3,6%	-3,7%	-31,3%	-8,2%	11,0%						
<b>BIG CAPS</b>																
BT	240,8	3,7	3,8	3,8	1,1	1,1	1,1	11,5	12,6	12,3	31%	28%	28%	4,3%	4,8%	5,3%
DT	12,7	4,8	4,8	4,6	1,6	1,6	1,5	9,7	11,5	10,6	35%	33%	33%	5,7%	6,0%	6,5%
FT	17,0	5,3	5,1	5,0	2,0	1,8	1,8	7,5	8,7	8,2	38%	36%	36%	5,9%	6,9%	7,2%
KPN	8,9	6,1	6,0	6,1	2,4	2,3	2,3	13,5	13,7	12,6	39%	39%	38%	5,0%	5,4%	5,7%
Swisscom	406,5	5,6	5,8	5,9	2,4	2,4	2,5	12,1	12,9	12,9	43%	42%	42%	3,9%	4,0%	4,1%
TELEFONICA	13,1	6,5	5,0	4,8	2,6	2,0	1,9	14,5	12,4	11,1	40%	40%	40%	4,2%	4,4%	4,8%
TeliaSonera	41,6	7,0	6,6	6,4	2,3	2,3	2,3	16,3	12,4	11,6	33%	35%	35%	5,2%	6,8%	4,8%
TI	2,2	6,7	6,4	6,2	2,8	2,7	2,7	12,2	13,0	12,2	43%	43%	44%	6,4%	6,1%	6,3%
Maksimum		7,0	6,6	6,4	2,8	2,7	2,7	16,3	13,7	12,9	43%	43%	44%	6,4%	6,9%	7,2%
Minimum		3,7	3,8	3,8	1,1	1,1	1,1	7,5	8,7	8,2	31%	28%	28%	3,9%	4,0%	4,1%
<b>Mediana</b>		<b>5,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>12,2</b>	<b>12,5</b>	<b>11,9</b>	<b>38%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,5%</b>
TPSA		4,5	4,4	4,5	2,0	1,9	1,9	12,1	12,1	12,7	44%	43%	42%	1,7%	5,0%	8,3%
premia / dyskonto		-23,0%	-18,7%	-18,5%	-16,9%	-11,3%	-11,1%	-0,8%	-3,1%	6,0%						

Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie Bloomberg

### Wycena wskaźnikowa

(PLN)	EV/EBITDA			EV/SALES			P/E		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Implikowana wycena na akcję	25	20	19	22	19	18	24	17	15
Waga roku	25%	45%	30%	25%	45%	30%	25%	45%	30%
Premia/dyskonto	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Waga wskaźnika					45%			45%	
<b>Wycena</b>		<b>17,6</b>			19,0			17,6	

Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie Bloomberg



## Wycena DCF

(mln PLN)	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2015+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>17 623</b>	<b>17 488</b>	<b>17 536</b>	<b>17 469</b>	<b>17 707</b>	<b>17 909</b>	<b>17 994</b>	<b>18 121</b>	<b>18 181</b>	<b>18 235</b>	<b>18 292</b>
zmiana	-3,9%	-0,8%	0,3%	-0,4%	1,4%	1,1%	0,5%	0,7%	0,3%	0,3%	0,3%
<b>EBITDA</b>	<b>7 301,2</b>	<b>7 077,0</b>	<b>6 964,7</b>	<b>6 887,8</b>	<b>7 025,2</b>	<b>7 155,6</b>	<b>7 214,2</b>	<b>7 254,3</b>	<b>7 217,8</b>	<b>7 147,9</b>	<b>7 170,0</b>
marża EBITDA	41,4%	40,5%	39,7%	39,4%	39,7%	40,0%	40,1%	40,0%	39,7%	39,2%	39,2%
Amortyzacja	4 085,8	3 949,5	3 816,5	3 690,2	3 567,4	3 453,4	3 357,6	3 275,2	3 205,6	2 735,3	2 735,3
<b>EBIT</b>	<b>3 215,4</b>	<b>3 127,5</b>	<b>3 148,2</b>	<b>3 197,7</b>	<b>3 457,8</b>	<b>3 702,2</b>	<b>3 856,7</b>	<b>3 979,1</b>	<b>4 012,2</b>	<b>4 412,6</b>	<b>4 434,7</b>
marża EBIT	18,2%	17,9%	18,0%	18,3%	19,5%	20,7%	21,4%	22,0%	22,1%	24,2%	0,0%
Opodatkowanie EBIT	610,9	594,2	598,2	607,6	657,0	703,4	732,8	756,0	762,3	838,4	842,6
<b>NOPLAT</b>	<b>2 604,5</b>	<b>2 533,3</b>	<b>2 550,0</b>	<b>2 590,1</b>	<b>2 800,9</b>	<b>2 998,7</b>	<b>3 123,9</b>	<b>3 223,1</b>	<b>3 249,9</b>	<b>3 574,2</b>	<b>3 592,1</b>
CAPEX	-2 996	-2 886	-2 806	-2 708	-2 656	-2 686	-2 699	-2 718	-2 727	-2 735	-2 735
Kapitał obrotowy	114,0	-157,6	70,9	-110,3	-189,9	-177,0	-191,9	-204,4	-179,7	-170,2	-170,2
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF</b>	<b>3 808,3</b>	<b>3 439,7</b>	<b>3 631,8</b>	<b>3 462,3</b>	<b>3 522,3</b>	<b>3 588,8</b>	<b>3 590,4</b>	<b>3 575,8</b>	<b>3 548,6</b>	<b>3 404,1</b>	<b>3 421,9</b>
WACC	9,2%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%	9,8%	9,9%	10,0%	10,1%	10,2%	10,3%
współczynnik dyskonta	91,6%	83,7%	76,4%	69,7%	63,5%	57,8%	52,6%	47,8%	43,4%	39,4%	35,7%
PV FCF	3 487,2	2 878,4	2 774,6	2 412,8	2 236,7	2 075,3	1 888,6	1 709,4	1 540,7	1 341,5	
<b>WACC</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,3%</b>
Koszt długu	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	25,6%	21,5%	19,3%	17,6%	15,4%	14,1%	11,8%	9,8%	8,5%	7,2%	5,0%
Koszt kapitału własnego	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy					0,5%	<b>Analiza wrażliwości</b>					
Wartość rezydualna (TV)					34 785	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)					12 424		<b>-2,5%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,5%</b>
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy					22 345	WACC +1,0pp	16,5	17,0	18,2	20,0	21,2
Wartość firmy (EV)					34 769	WACC +0,5pp	17,4	17,9	19,3	21,4	22,9
Dług netto					8 031	WACC	18,4	19,0	<b>20,6</b>	23,0	24,8
Inne aktywa nieoperacyjne					0	WACC -0,5pp	19,4	20,1	22,0	24,9	27,0
Udziałowcy mniejszościowi					13	WACC -01,0pp	20,6	21,4	23,6	27,0	29,6
Wartość firmy					26 725						
Liczba akcji (mln.)					1 400,0						
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>					<b>19,1</b>						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego					7,9%						
<b>Cena docelowa</b>					<b>20,6</b>						
EV/EBITDA('06) dla ceny docelowej					4,9						
P/E('06) dla ceny docelowej					15,1						
Udział TV w EV					36%						

Źródło: DI BRE Banku SA

## Agresywna polityka UKE uderza w TP

### Nakaz rozdzielania Neostrady i usług telefonii stacjonarnej

Urząd Komunikacji Elektronicznej (UKE) wyraźnie stara się nadrobić opóźnienia z ostatniego półroczka. Regulator wyda dziś zalecenie dla TPSA nakazujące rozdzielanie usług telefonicznych i usług internetowych, tj. Neostrady. UKE zakończyło w tej sprawie postępowanie, z którego wynika że dotychczasowa polityka TP w tej kwestii jest sprzeczna z obowiązującym prawem. Prezes UKE uważa, że po wydaniu rozporządzenia TP będzie miała 30 dni na wykonanie tego zalecenia, w przeciwnym razie regulator może nałożyć karę albo narzucić inne formy egzekucji (przymus czy wykonanie zastępcze). Przy założeniu, że spośród 1,3 mln abonentów Neostrady 1/3 posiada telefon stacjonarny tylko dlatego, że w przeciwnym wypadku nie otrzymałaby dostępu do Internetu, to w przypadku ich rezygnacji roczne przychody TP spadają o 159 mln PLN, tj. o 0,9%. Szacunek ten został przygotowany przy uproszczeniu, że abonenci ci nie wykonują żadnych połączeń, a tylko płacą abonament. W ekstremalnym przypadku, tj. wszyscy abonenci Neostrady rezygnują z telefonu stacjonarnego, to ubytek przychodów na poziomie 477 mln PLN, tj. 2,8%. Decyzja UKE to bardzo zła wiadomość dla narodowego operatora. W naszych prognozach zakładaliśmy, że w br. liczba łączy analogowych zmniejszy się o 400 tys., a w przyszłym o 250 tys. Decyzja UKE może oznaczać, że będzie ich więcej. Mając to na uwadze, zwiększamy w naszym modelu liczbę rezygnacji o 600 tys. w 2006 i 2007 roku.

### Hurtowy dostęp do abonamentu

Prezes UKE zapowiedziała również, że podpisze decyzję w sprawie warunków hurtowej sprzedaży abonamentu tzw. Wholesale Line Rental (WLR), rozstrzygającą spór między Tele-2 a TPSA. Decyzja ta zalega w urzędzie od miesiąca (miała być podpisana do czerwca). Wniosek o WLR złożył również Polkomtel, co wskazuje, że zainteresowanie przejściem usługi od TP będzie duże. WLR pozwala alternatywnym operatorom telekomunikacyjnym na przejście obsługi połączeń telefonicznych, wraz z pobieraniem abonamentu od klientów (dotychczas tylko połączenia – preselekcja). Umożliwi ona operatorom kupowanie po cenach hurtowych od TP abonamentu (50% stawki TP) i odsprzedawanie go po cenach detalicznych klientom. W naszych prognozach zakładaliśmy, że do końca roku 3%, tj. 320 tys. abonentów zostanie objętych WLR, a w roku przyszłym 1 mln. Spadek przychodów w tym roku z tego tytułu szacujemy na ok. 80 mln PLN. Czynnikiem ryzyka jest tu determinacja UKE do liberalizacji rynku i wymuszenie na TP sprzedaży WLR szybciej niż zakładaliśmy (efekt na przełomie III i IV kwartału). Tylko Tele2 deklaruje, że obsługuje poprzez preselekcję 1 mln abonentów TP. Prezes UKE powiedziała też, że jeśli chodzi o *bitstream Access*, to obecnie w TPSA trwa 13 procesów negocjacyjnych, co świadczy o dużym zainteresowaniu konkurentów wejściem na rynek.

### Nowe stawki interkonektowe (RIO)

Natarcie UKE trwa w najlepsze i negatywnie wpływa na kurs akcji TP. Prezes urzędu zatwierdziła nową ofertę określającą ramowe warunki połączenia sieci TP z innymi operatorami (RIO). W umowie ramowej TP będzie zobligowana do obniżenia wysokości stawek opłat międzyoperatorskich średnio o prawie 35%. Oferta RIO umożliwia realizowanie połączeń krajowych, międzynarodowych, do sieci ruchomych, a także do usług sieci inteligentnych. Decyzja ma rygor natychmiastowej wykonalności. UKE wprowadza również nowy model rozliczania ruchu w oparciu o płaskie stawki oraz precyzyjniej określa warunki, na jakich operatorzy alternatywni mogą podłączyć się do sieci TP (obejmuje dzierżawę łączy, szerokopasmowy dostęp do Internetu). Przez to decyzja urzędu ma usprawnić procedury zawierania umów i budowę punktów styku. Umowa nie określa stawek za hurtowy dostęp do abonamentu (WLR). Zostaną one określone w oddzielnej umowie ramowej.

### Nowe i stare stawki interkonektowe

Rodzaj połączenia (PLN / min.)	RIO 2004	15 UE / RIO 2006	zmiana
Zakończenie / rozpoczęcie strefowe	0,0412	0,0248	-39,8%
Zakończenie / rozpoczęcie strefowe w obszarze tranzytowym	0,0565	0,036	-36,3%
Zakończenie poza obszarem tranzytowym	0,0738	0,0525	-28,9%
Średnia			<b>35,0%</b>

Źródło: UKE

UKE uznał, że TP nie przedstawiła sprawozdań na podstawie, których można wiarygodnie określić koszty świadczonych usług, dlatego regulator przy podejmowaniu decyzji przeprowadził analizę wysokości opłat stosowanych na porównywalnych rynkach konkurencyjnych w oparciu o benchmarki według metody Najlepszej Bieżącej Praktyki, co również jest nowością na polskim rynku i prawdopodobnie będzie implementowane w



przypadku innych usług, jeżeli TP nie przedstawi odpowiedniej sprawozdawczości.

Średnia obniżka stawek o prawie 35% mieści się w trendzie dotyczącym państw członkowskich, które przystąpiły do UE po 1 maja 2004 r. W Polsce stawki interkonektowe nie zmieniały się od 2004 roku. W państwach UE weryfikowane są co roku, dlatego pod rządami nowego Urzędu należy oczekiwać istotnej zmiany w tym zakresie. Dla przykładu stawki za zakończenia lokalne spadły na Słowacji o 56%, stawki za zakończenia z pojedynczym tranzytem spadły o 52% na Łotwie, 50% na Malcie, 49% na Słowacji. Największy spadek w odniesieniu do stawek za zakończenia z podwójnym tranzytem zanotowano na Łotwie - o 79%.

Proste przełożenie niższych stawek na przychody TP daje kwotę blisko 290 mln PLN (łącznie przychody z interkonektu w telefonii stacjonarnej to 830 mln PLN). O taką wartość powinny spaść roczne przychody operatora, przy nieprawdziwym założeniu, że niższe ceny nie powodują wzrostu ruchu telekomunikacyjnego. Nie wiemy dokładnie, jaka jest elastyczność cenowa w tym względzie, dlatego ocena faktycznego wpływu obniżonych stawek na wyniki TP jest bardzo trudna (w mniejszym stopniu, ale interkonekt stacjonarny jest dla TP również kosztem). W naszym modelu zakładamy, że w tym roku przychody z interkonektu obniżą się o 20%. Ponadto należałoby uwzględnić również fakt, że obniżenie w wyniku niższych stawek interkonektowych cen połączeń u konkurentów zmusi TP do redukcji cen we własnej sieci, a to dotyczy rocznych przychodów w wysokości 4,4 mld PLN. W naszych prognozach zakładamy, że w tym roku przychody z połączeń TP zmniejszą się o 1,1 mld PLN, tj. o 25%. W kolejnych tygodniach należy oczekiwać, że UKE wyda również rozporządzenie dotyczące obniżenia stawek za zakończenie połączenia w sieciach komórkowych. W przeciwieństwie do RIO ta obniżka będzie pozytywnie wpływała na wyniki TP (przy obecnych stawkach telefonia stacjonarna dotuje komórkową).

### **Strategia Rządu na rynku telekomunikacyjnym**

Wreszcie Rząd zaakceptował Strategię regulacyjną 2006-2007 "Jak przyspieszyć rozwój polskiego rynku telekomunikacyjnego, obniżyć koszty usług dla Polaków i zwiększyć dostępność nowoczesnych rozwiązań". Strategia zakłada m.in. wprowadzenie niezbędnych zmian legislacyjnych dotyczących UKE, które umożliwią mu kształtowanie rynku i jego skuteczną kontrolę. Wg strategii, Polska będzie dążyć do obniżenia kosztów usług telekomunikacyjnych o 2,4 mld PLN w ciągu 3 lat, ceny najbardziej ograniczają dostęp do usług telekomunikacyjnych na rynku telefonii stacjonarnej.



## Założenia do prognoz

	2004	2005F	2006F	2007F	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Abonenci (tys. linii)	11 362	10 607	10 503	10 223	10 143	10 063	9 933	9 783	9 633
POTS	9 440	8 213	7 613	7 013	6 813	6 613	6 413	6 213	6 013
ADSL/SDI	684	1 168	1 694	2 044	2 194	2 344	2 444	2 544	2 644
ISDN	1 238	1 226	1 196	1 166	1 136	1 106	1 076	1 026	976
w tym:									
LLU	0	0	90	550	1 050	1 550	2 100	2 250	2 300
jako % całości	0,0%	0,0%	0,9%	5,4%	10,4%	15,4%	21,1%	23,0%	23,9%
linie w ramach uwolnionego abonamentu	0	0	736	1 506	1 501	1 849	2 043	1 921	1 858
jako % całości	0,0%	0,0%	7,0%	14,7%	14,8%	18,4%	20,6%	19,6%	19,3%
Przychody z abonamentu (mln PLN)	4 146	4 334	4 229	4 153	4 231	4 129	4 088	4 054	3 989
usługi bezpośrednie	4 146	4 334	4 025	3 624	3 486	3 100	2 775	2 618	2 520
LLU	0	0	22	146	347	535	759	913	965
usługi niebezpośrednie	0	182	384	398	494	555	524	504	494

	2004	2005F	2006F	2007F	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział w rynku (wolumen)									
LC	100%	91%	76%	66%	56%	46%	46%	46%	46%
DLD	80%	75%	69%	63%	57%	51%	51%	51%	51%
F2M	81%	74%	68%	62%	56%	50%	50%	50%	50%
ILD	75%	65%	58%	53%	48%	44%	44%	44%	44%
Zmiana ceny za min. połączenia									
LD	-16%	-17%	-10%	-10%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
DLD	-30%	-31%	-15%	-31%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
F2M	-14%	-13%	-15%	-10%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
ILD	-6%	-6%	-15%	-15%	-30%	-30%	-3%	-3%	-3%
Przychody	5 478	4 076	3 027	2 211	1 773	1 397	1 276	1 218	1 173
LD	2 544	1 878	1 365	1 011	798	608	553	526	507
DLD	937	654	495	296	249	207	188	179	172
F2M	1 594	1 225	936	735	624	521	479	460	443
ILD	403	319	232	169	102	62	56	52	50
<b>ARPU</b>	<b>70,6</b>	<b>66,1</b>	<b>57,6</b>	<b>51,9</b>	<b>49,3</b>	<b>45,8</b>	<b>45,0</b>	<b>44,9</b>	<b>44,7</b>
	-10,9%	-6,4%	-12,9%	-9,9%	-4,9%	-7,2%	-1,7%	-0,2%	-0,6%

(mln PLN)	2004	2005F	2006F	2007F	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody z przesyłu danych	1 816	2 099	2 117	2 404	2 514	2 567	2 689	2 814	2 943
transmisja danych	462	509	585	673	707	742	779	818	859
dzierżawa łączny	377	383	383	394	402	410	419	427	436
dial-up	405	230	120	60	30	15	0	0	0
dostęp szerokopasmowy	572	977	1 029	1 277	1 375	1 399	1 491	1 569	1 648

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>18 530,0</b>	<b>18 342,0</b>	<b>17 622,9</b>	<b>17 488,1</b>	<b>17 535,6</b>	<b>17 469,2</b>	<b>17 706,6</b>
<i>zmiana</i>	1,3%	-1,0%	-3,9%	-0,8%	0,3%	-0,4%	1,4%
Telefonia stacjonarna	11 095,0	9 794,0	8 399,1	7 472,0	7 104,8	6 612,7	6 446,5
Rozliczenia międzyoperatorskie	759,0	820,0	656,0	639,6	623,0	609,8	597,5
Telefonia komórkowa	4 950,0	5 773,0	6 435,9	6 954,5	7 271,8	7 657,4	7 950,3
Transmisja danych	1 816,0	2 099,0	2 117,4	2 404,5	2 514,4	2 566,6	2 688,7
Pozostałe	669,0	676,0	670,6	657,2	644,6	632,5	621,1
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>10 311,0</b>	<b>10 350,0</b>	<b>10 321,7</b>	<b>10 411,1</b>	<b>10 570,9</b>	<b>10 581,4</b>	<b>10 681,4</b>
Wynagrodzenia	2 653,0	2 447,0	2 570,8	2 557,8	2 473,4	2 418,6	2 352,3
Amortyzacja	4 431,0	4 211,0	4 085,8	3 949,5	3 816,5	3 690,2	3 567,4
Rozliczenia międzyoperatorskie	2 159,0	2 464,0	2 492,8	2 491,4	2 487,2	2 495,4	2 506,1
Usługi obce	3 034,0	2 949,0	2 833,4	2 811,7	2 981,1	2 969,8	3 010,1
Pozostałe	2 465,0	2 490,0	2 424,7	2 550,1	2 629,2	2 697,6	2 812,9
<b>EBIT</b>	<b>3 788,0</b>	<b>3 781,0</b>	<b>3 215,4</b>	<b>3 127,5</b>	<b>3 148,2</b>	<b>3 197,7</b>	<b>3 457,8</b>
<i>zmiana</i>	30,6%	-0,2%	-15,0%	-2,7%	0,7%	1,6%	8,1%
<i>marża EBIT</i>	20,4%	20,6%	18,2%	17,9%	18,0%	18,3%	19,5%
Wynik na działalności finansowej	-511,0	-776,0	-934,1	-883,8	-834,2	-788,8	-744,8
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>3 277,0</b>	<b>3 005,0</b>	<b>2 281,3</b>	<b>2 243,7</b>	<b>2 314,0</b>	<b>2 408,8</b>	<b>2 713,0</b>
Podatek dochodowy	700,0	385,0	376,5	397,8	416,9	448,2	506,0
Udziałowcy mniejszościowi	-271,0	-304,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>2 306,0</b>	<b>2 316,0</b>	<b>1 904,9</b>	<b>1 845,9</b>	<b>1 897,2</b>	<b>1 960,7</b>	<b>2 207,1</b>
<i>zmiana</i>	218,5%	0,4%	-17,8%	-3,1%	2,8%	3,3%	12,6%
<i>marża</i>	12,4%	12,6%	10,8%	10,6%	10,8%	11,2%	12,5%
Amortyzacja	4 431,0	4 211,0	4 085,8	3 949,5	3 816,5	3 690,2	3 567,4
<b>EBITDA</b>	<b>8 219,0</b>	<b>7 992,0</b>	<b>7 301,2</b>	<b>7 077,0</b>	<b>6 964,7</b>	<b>6 887,8</b>	<b>7 025,2</b>
<i>zmiana</i>	12,3%	-2,8%	-8,6%	-3,1%	-1,6%	-1,1%	2,0%
<i>marża EBITDA</i>	44,4%	43,6%	41,4%	40,5%	39,7%	39,4%	39,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0
EPS	1,6	1,7	1,4	1,3	1,4	1,4	1,6
CEPS	4,8	4,7	4,3	4,1	4,1	4,0	4,1
ROAE	15,2%	13,6%	10,4%	10,0%	10,4%	10,9%	12,5%
ROAA	6,4%	6,6%	5,3%	5,2%	5,4%	5,8%	6,7%



## Bilans

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>AKTYWA</b>	<b>34 861,0</b>	<b>35 624,0</b>	<b>35 759,7</b>	<b>35 262,0</b>	<b>34 384,7</b>	<b>33 479,7</b>	<b>32 797,4</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>28 808,0</b>	<b>31 262,0</b>	<b>30 172,1</b>	<b>29 108,2</b>	<b>28 097,3</b>	<b>27 114,9</b>	<b>26 203,5</b>
RMK	12,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Udział w spółkach wyc. met praw własn.	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Pozostałe aktywa finansowe	211,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Rzeczowy majątek trwały	25 412,0	24 057,0	22 964,1	21 897,3	20 883,7	19 898,5	18 984,5
Wartości niematerialne i prawne	3 002,0	7 138,0	7 141,0	7 143,9	7 146,7	7 149,4	7 152,1
Aktywo podatkowe	168,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>6 053,0</b>	<b>4 362,0</b>	<b>5 587,5</b>	<b>6 153,9</b>	<b>6 287,4</b>	<b>6 364,8</b>	<b>6 593,9</b>
Środki pieniężne	3 033,0	1 702,0	2 881,0	3 460,4	3 582,8	3 666,7	3 862,6
RMK	34,0	98,0	99,5	101,0	102,5	104,0	105,6
Należności	2 590,0	2 123,0	2 172,7	2 156,1	2 161,9	2 153,7	2 183,0
Pozostałe aktywa finansowe	93,0	133,0	133,0	133,0	133,0	133,0	133,0
Zaliczka na podatek dochodowy	126,0	61,0	61,0	61,0	61,0	61,0	61,0
Zapasy	177,0	245,0	240,4	242,4	246,2	246,4	248,7
<b>PASYWA</b>	<b>34 861,0</b>	<b>35 624,0</b>	<b>35 759,7</b>	<b>35 262,0</b>	<b>34 384,7</b>	<b>33 479,7</b>	<b>32 797,4</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>16 145,0</b>	<b>17 977,0</b>	<b>18 481,9</b>	<b>18 422,9</b>	<b>18 105,0</b>	<b>17 789,0</b>	<b>17 643,3</b>
Kapitał akcyjny	4 200,0	4 200,0	4 200,0	4 200,0	4 200,0	4 200,0	4 200,0
Kapitał z emisji akcji	832,0	832,0	832,0	832,0	832,0	832,0	832,0
Kapitał z przesz. środków trw.	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-78,0	-92,0	-92,0	-92,0	-92,0	-92,0	-92,0
Zyski zatrzymane	11 183,0	13 037,0	13 541,9	13 482,9	13 165,0	12 849,0	12 703,3
Udziałowcy mniejszościowi	736,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>11 578,0</b>	<b>8 848,0</b>	<b>9 451,8</b>	<b>9 114,4</b>	<b>8 674,4</b>	<b>8 248,9</b>	<b>7 839,7</b>
Dług	8 823,0	6 347,0	6 991,8	6 634,2	6 302,9	6 020,1	5 737,4
Zobowiązania i rozliczenia między.	2 288,0	2 028,0	1 993,6	2 010,9	1 897,0	1 753,9	1 624,2
Rezerwy	65,0	127,0	127,0	127,0	127,0	127,0	127,0
Przychody przyszłych okresów	402,0	346,0	339,3	342,3	347,5	347,9	351,2
Rezerwa na podatek odroczony	495,0	92,0	92,0	92,0	92,0	92,0	92,0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>5 907,0</b>	<b>8 694,0</b>	<b>7 721,0</b>	<b>7 619,7</b>	<b>7 500,3</b>	<b>7 336,8</b>	<b>7 209,4</b>
Dług	765,0	3 386,0	2 719,0	2 580,0	2 451,1	2 341,2	2 231,2
Zobowiązania i rozliczenia między.	3 821,0	4 015,0	3 950,5	3 984,7	3 988,0	3 934,0	3 912,6
Zobowiązania z tyt. Podatku	5,0	126,0	126,0	126,0	126,0	126,0	126,0
Rezerwy	632,0	757,0	521,1	521,1	521,1	521,1	521,1
Przychody przyszłych okresów	423,0	410,0	404,4	407,9	414,1	414,6	418,5
Dług	9 588,0	9 733,0	9 710,8	9 214,2	8 754,0	8 361,3	7 968,6
Dług netto	6 555,0	8 031,0	6 829,8	5 753,8	5 171,2	4 694,6	4 106,0
(Dług netto / Kapitał własny)	40,6%	44,7%	37,0%	31,2%	28,6%	26,4%	23,3%
(Dług netto / EBITDA)	0,8	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
BVPS	11,5	12,8	13,2	13,2	12,9	12,7	12,6



**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>9 587,0</b>	<b>7 964,0</b>	<b>6 531,2</b>	<b>6 750,2</b>	<b>6 437,6</b>	<b>6 249,7</b>	<b>6 342,2</b>
EBITDA	8 219,0	7 992,0	7 301,2	7 077,0	6 964,7	6 887,8	7 025,2
Kapitał obrotowy	2 175,0	114,0	-157,6	70,9	-110,3	-189,9	-177,0
Padatek	-700,0	-385,0	-376,5	-397,8	-416,9	-448,2	-506,0
Rezerwy	-107,0	187,0	-235,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	56,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-3 305,0</b>	<b>-8 145,0</b>	<b>-2 995,9</b>	<b>-2 885,5</b>	<b>-2 805,7</b>	<b>-2 707,7</b>	<b>-2 656,0</b>
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-5 067,0</b>	<b>-1 150,0</b>	<b>-2 356,3</b>	<b>-3 285,3</b>	<b>-3 509,5</b>	<b>-3 458,1</b>	<b>-3 490,3</b>
Dług	-5 816,0	145,0	-22,2	-496,6	-460,2	-392,7	-392,7
Dywidenda	-169,0	-462,0	-1 400,0	-1 904,9	-2 215,1	-2 276,6	-2 352,8
Odsetki zapłacone	-1 285,0	-990,0	-1 022,6	-977,9	-936,5	-901,1	-865,8
Odsetki otrzymane	111,0	168,0	127,5	153,2	158,6	162,3	171,0
Różnice kursowe	562,0	124,0	11,0	-9,1	-6,3	0,0	0,0
Pozostałe netto	1 530,0	-135,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>1 215,0</b>	<b>-1 331,0</b>	<b>1 179,0</b>	<b>579,4</b>	<b>122,4</b>	<b>83,9</b>	<b>195,9</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	3 033,0	1 702,0	2 881,0	3 460,4	3 582,8	3 666,7	3 862,6
DPS (PLN)	0,1	0,3	1,0	1,4	1,6	1,6	1,7
FCF		4 064,6	3 808,3	3 439,7	3 631,8	3 462,3	3 522,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	17,8%	17,5%	17,0%	16,5%	16,0%	15,5%	15,0%

**Wskaźniki**

	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
P/E	11,7	14,2	14,6	14,2	13,8	12,2	11,2
P/CE	4,0	4,1	4,5	4,7	4,7	4,8	4,7
P/BV	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
P/S	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
FCF/EV		11,6%	11,2%	10,5%	11,2%	10,9%	11,3%
EV/EBITDA	4,7	4,4	4,6	4,6	4,6	4,6	4,4
EV/EBIT	10,2	9,3	10,6	10,5	10,3	9,9	9,0
EV/S	2,1	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8
DYield	0,6%	1,7%	5,2%	7,0%	8,2%	8,4%	8,7%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>19,3</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1400,0	1400,0	1400,0	1400,0	1400,0	1400,0	1400,0
MC (mln PLN)	27020,0	27020,0	27020,0	27020,0	27020,0	27020,0	27020,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	5000,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
EV (mln PLN)	38 575,0	35 151,0	33 949,8	32 873,8	32 291,2	31 814,6	31 226,0



### Departament Analiz:

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Wicedyrektor  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Telekomunikacja, surowce, metale, media, hotele

### Analitycy:

Marta Jezewska tel. (+48 22) 697 47 37  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

Andrzej Lis tel. (+48 22) 697 47 42  
[andrzej.lis@dibre.com.pl](mailto:andrzej.lis@dibre.com.pl)  
IT

Michał Mierzwa tel. (+48 22) 697 47 41  
[michal.mierzwa@dibre.com.pl](mailto:michal.mierzwa@dibre.com.pl)  
Chemia, ropa naftowa i gaz

Krzysztof Radojewski tel. (+48 22) 697 47 01  
[krzysztof.radojewski@dibre.com.pl](mailto:krzysztof.radojewski@dibre.com.pl)  
Farmaceutyki, budownictwo, usługi

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@dibre.com.pl)  
Handel, inne

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88  
[jacek.borawski@dibre.com.pl](mailto:jacek.borawski@dibre.com.pl)  
Analiza techniczna

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03  
Wicedyrektor  
[grzegorz.domagala@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.domagala@dibre.com.pl)

### Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68  
[michal.skowronski@dibre.com.pl](mailto:michal.skowronski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka tel. (+48 22) 697 48 95  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

Krzysztof Solus tel. (+48 22) 697 47 31  
[krzysztof.solus@dibre.com.pl](mailto:krzysztof.solus@dibre.com.pl)

### Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Joanna Niedziela tel. (+48 22) 697 48 54  
[joanna.niedziela@dibre.com.pl](mailto:joanna.niedziela@dibre.com.pl)

Aleksander Mazur tel. (+48 22) 697 48 69  
[aleksander.mazur@dibre.com.pl](mailto:aleksander.mazur@dibre.com.pl)

Michał Świtakowski tel. (+48 22) 697 48 16  
[michal.switakowski@dibre.com.pl](mailto:michal.switakowski@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 księgowa

**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 księgowa) - 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. .

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, 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 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 TP SA**

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2006-06-07	2006-03-14	2006-02-14	2005-12-19
kurs z dnia rekomendacji	19,10	21,10	22,10	23,40
WIG w dniu rekomendacji	40352,53	37978,94	37221,99	34821,80