

11 sierpnia 2006

Aktualizacja raportu


**Telekomunikacja**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>4.2 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>3.8 PLN</b>
Kapitalizacja	1,67 mld PLN
Free float	1,26 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	6,85 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Novator Telecom Poland II	25,34%
Third Avenue Funds	12,09%
SISU Capital Ltd.	5,81%
Griffin Capital Management Ltd.	5,35%
Pozostali	51,41%

**Strategia dotycząca sektora**

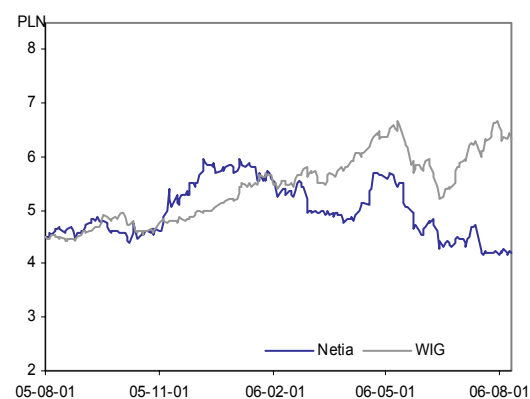
**Negatywna:** W średnim okresie oczekujemy, że negatywny wpływ konkurencji zarówno w usługach komórkowych, a przede wszystkim w telefonii stacjonarnej, będzie wiązał się z systematycznym obniżaniem prognoz wyników dla sektora.

**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 413 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**

14.11 - publikacja raportu za IIIQ2006  
1.03 - publikacja raportu za IVQ2006

**Kurs akcji Netii na tle WIG**

**Michał Marczak**

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

# Netia

NTIA.WA; NET.PW

# Redukuj

(Obniżona)

## P4 powiększy straty

Naszym zdaniem spółka wyczerpała możliwości wzrostu organicznego, dlatego dokonuje akwizycji i inwestuje w technologie dostępne (WiMax, UMTS). Konsumuje w ten sposób środki pieniężne, które naszym zdaniem nie dadzą w przyszłości satysfakcjonującej stopy zwrotu. Zgadza się z zarządem, że w związku z wprowadzeniem nowych produktów, w przyszłym roku spółka powróci na ścieżkę wzrostu przychodów, nie wierzymy jednak w możliwość wzrostu marży EBITDA, która znajdzie się pod presją coraz silniejszej konkurencji i kurczenia się marż na poszczególnych produktach. Ponadto, w przyszłym roku wzrosną straty generowane przez P4 (projektu, który naszym zdaniem nie powiedzie się), które spółka musi konsolidować. Obniżamy cenę docelową dla akcji Netii do 3,8 PLN i zalecamy ich redukcję.

**Wyniki za 2Q są słabe, kolejne półrocze niewiele lepsze**

W 2Q spółka odnotowała spadek przychodów o 10% oraz obniżenie marży EBITDA do 28,7%, a po wyłączeniu jednorazowego wpływu aktualizacji wartości zobowiązań koncesyjnych, do 23,6%. Strata netto po uwzględnieniu udziału w wyniku P4 (-4,65 mln PLN) wyniosła -12,7 mln PLN, w stosunku do 24,9 mln PLN zysku przed rokiem. W I półroczu 2006 skorygowana EBITDA spółki jest o 38% niższa niż przed rokiem

W kolejnych dwóch kwartałach oczekujemy poprawy wyników spółki na poziomie przychodów i EBITDA, co będzie wynikało z pierwszych efektów sprzedaży dostępu WiMax oraz akwizycji ProFuturo. Tym niemniej należy również oczekiwać wzrostu straty netto wynikającej z coraz bliższego debiutu P4 i związanych z tym kosztów. Skokowy wzrost straty operatora mobilnego powinien przypaść na przełom roku, kiedy P4 ma pojawić się na rynku.

**WiMax i UMTS**

Podtrzymujemy opinię, że nowe projekty inwestycyjne Netii charakteryzuje wysokie ryzyko. Jak informuje zarząd, po kilku miesiącach prac, P4 posiada zaledwie 10 zezwoleń za postawienie masztów dla 3G. Rozwój działalności na bazie roamingu jest mało opłacalny. Wg naszych szacunków, P4 wejdzie na rynek przy jego nasyceniu na poziomie 95%, co dla operatora oznacza konieczność kosztownego pozyskiwania abonentów innych operatorów. Wysokie koszty wejścia na rynek odbijają się na wyniku netto, który skonsoliduje Netia. Największe straty P4 przypadają na lata 2007-2008, co naszym zdaniem oznacza, że w tym czasie Netia nie wykaże zysku netto. W kontekście liberalizacji rynku na poziomie dostępu do abonenta (bitstream access, LLU, TP rozmawia z kilkunastoma operatorami), co zasadniczo zwiększy konkurencję na rynku, ryzykowna jest też strategia budowy sieci WiMax. Tu spodziewamy się pozytywnych efektów w postaci wzrostu liczby klientów i przychodów już na przełomie 3 i 4 kwartału, jednak zyskowność DSL znacząco spadnie.

(mln PLN)	2003	2004P	2005P	2006P	2007P
Przychody	701	865	909	876	972
EBITDA	202	322	339	219	262
marża EBITDA	28,8%	37,2%	37,3%	25,0%	27,0%
EBIT	-840	104	90	-30	17
Zysk netto	-729	158	59	-64	-53
P/E	-2,6	11,8	30,1	neg.	neg.
P/CE	-4,1	4,7	4,9	6,7	5,9
P/BV	0,9	0,8	0,6	0,7	0,7
EV/EBITDA	9,3	5,8	4,4	6,9	6,0

## Wyniki za II kwartał

Wyniki Netii w II kwartale są słabsze niż nasze oczekiwania. Wprawdzie EBITDA jest zgodna z naszymi szacunkami, jednak jej jakość pozostawia wiele do życzenia. Spółka zaktualizowała wartość zobowiązań koncesyjnych o kwotę 10,4 mln PLN, co powiększa pozostałe przychody operacyjne oraz zniekształca wynik operacyjny i netto. Po wyeliminowaniu wpływu tego czynnika zarówno EBIT, jak i wynik netto znacząco odbiegają od prognoz.

Przepląty z działalności operacyjnej zmniejszyły się w 2Q do 51 mln PLN w stosunku do 74 mln PLN przed rokiem. Za I półrocze spółka wygenerowała 132,36 mln PLN gotówki w porównaniu z 163 mln PLN w analogicznym okresie poprzedniego roku. W tym czasie inwestycje majątkowe wzrosły do 83 mln PLN w porównaniu z 71 mln PLN w IH2005. Biorąc pod uwagę realizowane projekty, to mniej niż można było oczekiwać. Po uwzględnieniu inwestycji w ProFuturo (89 mln PLN) oraz wypłacie dywidendy (50,3 mln PLN) wolne środki pieniężne zmniejszyły się do 136 mln PLN.

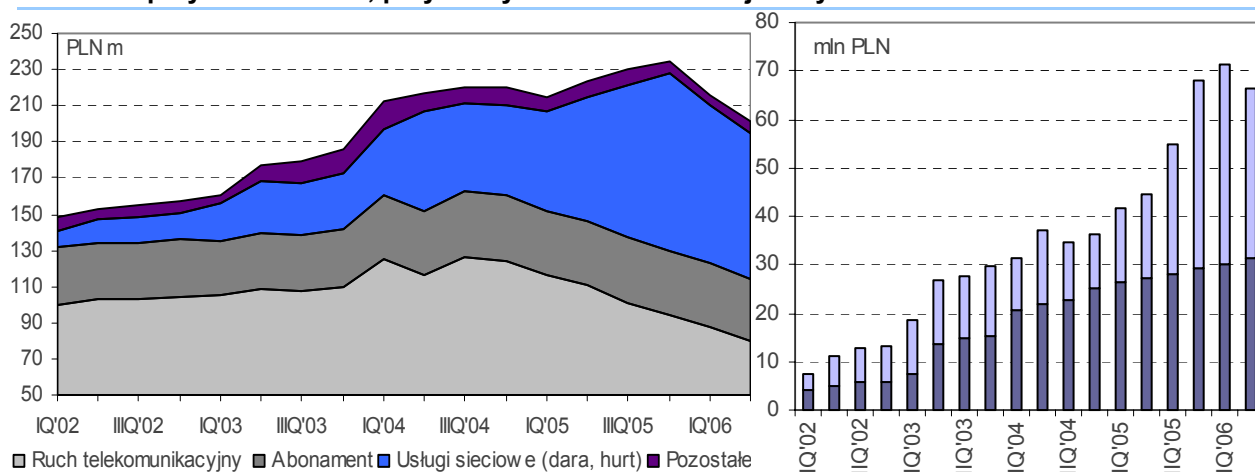
(mln PLN)	IIQ2006	IIQ2005	zmiana	DI BRE	Konsensus	IH2006	IH2005	zmiana
Przychody	203,3	223,8	-9,1%	205,9	208,8	421,7	440,8	-4,3%
EBITDA	58,4	87,1	-32,9%	57,6		117,2	173,7	-32,5%
marża	28,7%	38,9%	-26,2%	28,0%		27,8%	39,4%	
EBIT	-9,5	25,7	-137,0%	-5,0	-5,7	-15,3	51,4	
Zysk brutto	-13,7	29,4	-146,4%	-5,5		-21,2	57,3	
Zysk netto	-12,7	24,9	-150,8%	-8,7	-10,3	-23,3	48,4	

Źródło: Netia SA, ISB, DI BRE Banku SA

### Przychody

W 2Q skonsolidowane przychody Netii były o 10% niższe niż przed rokiem. Zgodnie z oczekiwaniami dynamicznie spadają przychody z tradycyjnych usług głosowych (-18%) oraz przychody z rozliczeń międzyoperatorskich (-55%), co jest efektem rozwiązania korzystnej dla spółki umowy pomiędzy TP a EI-Netem. Liczba abonentów (linie dzwoniące) zmniejszyła się w stosunku do końca marca br. o 2,3 tys. Jest to mniejszy spadek niż w ostatnich dwóch kwartałach (średnio -6,2 tys.). Średni przychód na abonenta obniżył się w ujęciu r/r o 14%. O 43% spadły przychody z preselekcji. Biorąc pod uwagę, że pojawiło się dodatkowe źródło przychodów w postaci połączeń lokalnych, wynik ten należy uznać za bardzo słaby. W tym obszarze wyraźnie widać, że spółka nie radzi sobie na rynku detalicznym, który otworzyła dla niej liberalizacja usług telekomunikacyjnych. Po stronie przychodowej zwraca również uwagę spadek przychodów z usług hurtowych (-5,9 mln PLN w relacji do 1Q), który dotychczas stanowił jeden z głównych obszarów wzrostu.

### Struktura przychodów Netii, przychody z hurtu i transmisji danych

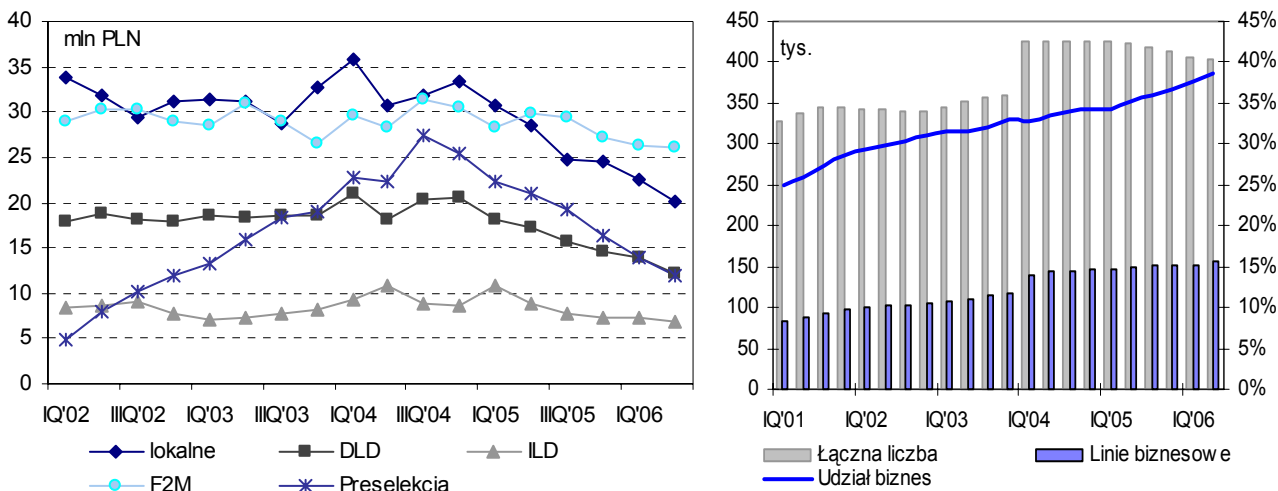


Źródło: Netia SA

Spadek liczby abonentów powinien zostać zatrzymany w III lub IV kwartale. Spółka uruchomiła już sieć WiMax (w 20 miastach do końca sierpnia, wersja testowa), co powinno pozwolić jej na dotarcie do obszarów dotychczas niespenetrowanych, na których (jak również oceniamy) słabszą (długie terminy lub niemożność instalacji Neostrady) pozycję ma TP. Ponadto szansą

dla spółki jest dotarcie do klientów poprzez bitstream access lub LLU. Z tego tytułu w naszych szacunkach zakładamy, że w przyszłym roku liczba abonentów zacznie ponownie rosnąć.

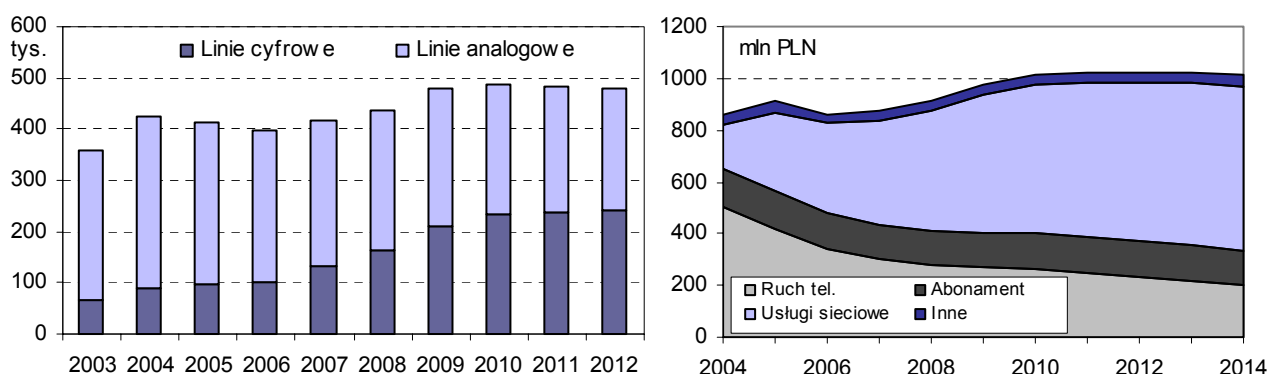
### Przychody Netii z ruchu telekomunikacyjnego, abonenci Netii



Źródło: Netia SA

Przychody będą dotyczyły przede wszystkim usług związanych z transmisją danych i dostępem do szerokopasmowego internetu. W przypadku usług głosowych spodziewamy się dalszej erozji przychodów (spadek ARPU o 40% do 2010 roku). Dodatkowym i ważnym źródłem przychodów są usługi świadczone na rzecz P4. Spółka podpisała pięcioletnią umowę z operatorem mobilnym na dostarczenie zasobów transmisyjnych dla UMTS o wartości 280 mln PLN (usługi hurtowe). Pierwsze istotniejsze wpływy powinny być widoczne już w 2007 roku. Rosnąca baza klientów, wpływy z szerokopasmowego dostępu do internetu i hurtu znajdą pozytywne przełożenie na poziom przychodów. Tu zgadzamy się z zarządem, że możliwe jest ponowne wejście na ścieżkę wzrostu sprzedaży przynajmniej w perspektywie 2-3 lat. Nie zgadzamy się natomiast co do wielkości przyszłych marż, które naszym zdaniem znajdują się pod wpływem rosnącej konkurencji i kurczenia się zyskowności na poszczególnych produktach.

### Prognoza wzrostu liczby abonentów, prognoza przychodów



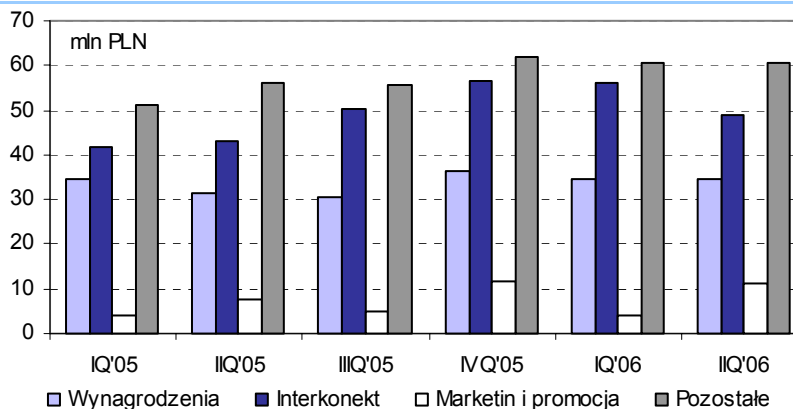
Źródło: DI BRE Banku SA

### Koszty operacyjne

Przy spadających przychodach spółka stara się kontrolować koszty operacyjne, jednak nie jest w stanie obniżyć ich w stopniu pozwalającym na utrzymanie marży EBITDA. Właściwie jedyną pozycją, gdzie koszty spadają w porównaniu 1Q2006 jest interkonekt. To efekt zmniejszenia ruchu pomiędzy TP a EI-Netem. W ujęciu r/r pozycja ta jednak rośnie i odzwierciedla kurczące się marże na połączeniach (rośnie ruch przy spadającej cenie za połączenie). Ponadto rosną koszty wynagrodzeń, co wynika z tego, że Netia zwiększyła zatrudnienie (+94 osoby), co wymusza konieczność poprawy relacji z klientami i nowe produkty (WiMax). Po stronie kosztowej zwraca uwagę również wzrost wydatków na reklamę i promocję (11,1 mln PLN vs. 4,2 mln PLN w 1Q). Spółka rozpoczęła sprzedaż testową dostępow w technologii WiMax, co oczywiście w pierwszym okresie musi pociągać za sobą wydatki na promocję. W kolejnych

kwartałach oczekujemy, że ta pozycja będzie rosła. Wynik operacyjny dodatkowo obciąża rezerwa na nieściągnięte należności od TPSA w kwocie 3,9 mln PLN. Chodzi o należności powstałe w wyniku rozliczeń TP z EI-Netem (spór w sądzie). Naszym zdaniem nie do odzyskania, w kolejnych kwartałach możliwe dalsze rezerwy. W I półroczu spółka poniosła również koszty usług profesjonalnych w kwocie 3,9 mln PLN, które dotyczyły doradztwa podczas wezwania na sprzedaż akcji spółki. Biorąc pod uwagę skalę problemu do rozwiązania dla doradcy, kwota ta wydaje się astronomiczna jak na polskie warunki.

### Główne pozycje kosztów operacyjnych



Źródło: DI BRE Banku SA

W swoim biznesplanie spółka zakłada, że marża EBITDA w roku 2006 pozostanie na poziomie powyżej 25%, a dzięki nowym produktom w kolejnych latach zaczną rosnąć. Naszym zdaniem, rosnąca konkurencja na rynku i dalsze kurczenie się marż na produktach, niezbędne coraz wyższe nakłady na reklamę i promocję oraz rosnące wynagrodzenia spowodują, że spółka nie utrzyma zyskowności z roku 2006 (prognoza marży EBITDA: 25,9%) w kolejnych latach. W naszym modelu zakładamy, że rentowność EBITDA w długim okresie pozostanie na poziomie 24-25%, co jest poziomem zbliżonym do rentowności operatorów alternatywnych w Europie Zachodniej.

### Projekt P4 – dziś inwestycje, zyski za kilka lat (jeśli się uda)

W czerwcu P4 podpisało umowę na roaming krajowy z Polkomtelem, co teoretycznie otwiera spółce drogę do wejścia na rynek usług mobilnych. Istnieje szansa, że P4 wejdzie komercyjnie na rynek w IV kwartale br., jednak staje się to coraz mniej realne. Opóźnienia administracyjne mogą przyczynić się do przesunięcia terminu. Pomimo, że spółka rozpoczęła prace nad siecią kilka miesięcy temu, ma dopiero 10 zezwoleń na budowę masztów. Dotychczas spółka nie postawiła jeszcze ani jednego masztu, mimo że zgodnie z koncesją za trzy lata ma pokryć zasięgiem własnej sieci 50% społeczeństwa.

Pozostajemy sceptyczni co do szans powodzenia projektu. Spółka wejdzie na rynek, którego penetracja wzrośnie do ponad 90%, dodatkowo na rynku powinni pojawić się MVNO, celujący w nisze rynkowe. Oznacza to konieczność kosztownego pozyskiwania abonentów od innych operatorów. Ponadto w pierwszym okresie należy oczekiwać wysokich nakładów na reklamę i promocję nowej marki mobilnej (która obecnie nie istnieje), co pociągnie za sobą wysokie koszty i wysoką stratę netto. (Netia uwzględni ją w swoich sprawozdaniach jako udział w wyniku spółek stowarzyszonych). Optymistycznie zakładamy, że w przypadku niepowodzenia projektu P4, inwestycje Netii ograniczą się do dotychczas zapowiadanych wydatków.



## Model DCF

(mln PLN)	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2015+	
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>876</b>	<b>972</b>	<b>1 088</b>	<b>1 178</b>	<b>1 292</b>	<b>1 305</b>	<b>1 303</b>	<b>1 290</b>	<b>1 285</b>	<b>1 280</b>	<b>1 267</b>	
<i>zmiana</i>	-3,5%	10,9%	12,0%	8,3%	9,6%	1,0%	-0,1%	-1,0%	-0,5%	-0,4%	-1,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>219,3</b>	<b>262,0</b>	<b>267,9</b>	<b>301,4</b>	<b>316,9</b>	<b>318,4</b>	<b>322,1</b>	<b>323,9</b>	<b>319,0</b>	<b>313,8</b>	<b>311,9</b>	
<i>marża EBITDA</i>	25,0%	27,0%	24,6%	25,6%	24,5%	24,4%	24,7%	25,1%	24,8%	24,5%	24,6%	
Amortyzacja	248,9	245,2	240,4	233,6	229,1	225,1	221,5	218,0	216,6	182,4	126,7	
<b>EBIT</b>	<b>-29,6</b>	<b>16,8</b>	<b>27,5</b>	<b>67,8</b>	<b>87,9</b>	<b>93,3</b>	<b>100,6</b>	<b>105,9</b>	<b>102,4</b>	<b>131,4</b>	<b>185,2</b>	
<i>marża EBIT</i>	-3,4%	1,7%	2,5%	5,8%	6,8%	7,1%	7,7%	8,2%	8,0%	10,3%	14,6%	
Opodatkowanie EBIT	-5,6	3,2	5,2	12,9	16,7	17,7	19,1	20,1	19,4	25,0	35,2	
<b>NOPLAT</b>	<b>-24,0</b>	<b>13,6</b>	<b>22,3</b>	<b>54,9</b>	<b>71,2</b>	<b>75,6</b>	<b>81,5</b>	<b>85,7</b>	<b>82,9</b>	<b>106,4</b>	<b>150,0</b>	
CAPEX	-202	-175	-163	-141	-155	-157	-156	-155	-128	-128	-127	
Kapitał obrotowy	-2	-17	5	-9	-3	-1	-2	-2	0	0	0	
Pozostałe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>FCF</b>	<b>10,8</b>	<b>66,4</b>	<b>104,5</b>	<b>137,7</b>	<b>142,7</b>	<b>142,9</b>	<b>144,6</b>	<b>147,3</b>	<b>171,4</b>	<b>161,2</b>	<b>150,0</b>	
WACC	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	
współczynnik dyskonta	95,2%	86,1%	77,9%	70,5%	63,7%	57,7%	52,1%	47,2%	42,7%	38,6%	34,9%	
PV FCF	10,3	57,2	81,4	97,0	90,9	82,4	75,4	69,5	73,1	62,2		
<b>WACC</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</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	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
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	1,0%	<b>Analiza wrażliwości</b>										
Wartość rezydualna (TV)	1 562	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	545											
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	700											
Wartość firmy (EV)	1 245											
Dług netto	-191											
Inne aktywa nieoperacyjne	0											
Udziałowcy mniejszościowi	0											
Wartość firmy	1 435											
Liczba akcji (mln.)	399,4											
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>3,6</b>											
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,0%											
<b>Cena docelowa</b>	<b>3,8</b>											
EV/EBITDA('06) dla ceny docelowej	6,1											
P/E('06) dla ceny docelowej	neg											
Udział TV w EV	44%											



## Rachunek wyników

(mln PLN)	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Przychody</b>	<b>701,1</b>	<b>865,0</b>	<b>908,6</b>	<b>876,5</b>	<b>971,7</b>	<b>1088,0</b>	<b>1178,3</b>	<b>1291,8</b>	<b>1304,9</b>	<b>1303,1</b>
<i>zmiana</i>	14,4%	23,4%	5,0%	-3,5%	10,9%	12,0%	8,3%	9,6%	1,0%	-0,1%
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>498,9</b>	<b>543,4</b>	<b>569,9</b>	<b>657,2</b>	<b>709,7</b>	<b>820,1</b>	<b>876,9</b>	<b>974,9</b>	<b>986,5</b>	<b>981,1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>202,2</b>	<b>321,6</b>	<b>338,8</b>	<b>219,3</b>	<b>262,0</b>	<b>267,9</b>	<b>301,4</b>	<b>316,9</b>	<b>318,4</b>	<b>322,1</b>
<i>zmiana</i>	30,3%	59,0%	5,3%	-35,3%	19,5%	2,3%	12,5%	5,2%	0,5%	1,1%
<i>marża</i>	28,8%	37,2%	37,3%	25,0%	27,0%	24,6%	25,6%	24,5%	24,4%	24,7%
Amortyzacja	268,4	238,8	248,5	248,9	245,2	240,4	233,6	229,1	225,1	221,5
Goodwil	25,8	21,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jednorazowe odpisy	799,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-840,1	104,2	90,3	-29,6	16,8	27,5	67,8	87,9	93,3	100,6
Wynik na dz. finansowej	-65,6	8,5	5,2	10,2	6,0	7,2	12,6	17,8	22,2	25,3
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	112,7	95,5	-19,4	22,8	34,7	80,4	105,6	115,5	125,9
Podatek i inne	-0,3	45,5	-36,5	-1,2	-5,3	-7,4	-15,6	-20,2	-22,0	-23,8
<b>Wynik netto</b>	<b>-729,1</b>	<b>158,1</b>	<b>59,0</b>	<b>-20,6</b>	<b>17,5</b>	<b>27,3</b>	<b>64,8</b>	<b>85,5</b>	<b>93,6</b>	<b>102,0</b>
Udział w stracie P4				-43,6	-70,6	-77,9	-60,7	-29,5	1,2	34,2
<b>Wynik netto</b>			59,0	-64,2	-53,1	-50,6	4,1	56,0	94,8	136,2

## Bilans

(mln PLN)	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Aktywa</b>	<b>2239,6</b>	<b>2532,6</b>	<b>2627,0</b>	<b>2514,6</b>	<b>2503,3</b>	<b>2529,5</b>	<b>2553,7</b>	<b>2575,4</b>	<b>2585,9</b>	<b>2546,1</b>
Środki pieniężne	199,2	301,9	260,4	157,3	118,3	198,5	297,6	371,0	447,2	472,6
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	157,0	151,0	167,3	187,4	202,9	222,5	224,7	224,4
Zapasy	0,7	2,5	2,3	4,1	4,4	5,1	5,4	6,0	6,1	6,1
Rozliczenia międzyokr. czynne	8,7	10,4	10,9	12,8	13,8	15,9	17,0	18,9	19,1	19,0
Inwestycje	0,0	0,1	105,6	145,6	225,6	225,6	225,6	225,6	225,6	225,6
Środki trwale netto	1584,6	1817,2	1766,9	1738,2	1690,9	1638,3	1572,8	1523,2	1478,8	1437,7
Oprogramowanie komputerowe	91,4	84,7	74,9	80,3	81,3	80,7	78,1	77,6	77,5	77,4
Koncesje	252,7	222,8	220,7	196,7	172,7	148,7	124,7	100,7	76,7	52,7
Pozostałe aktywa długoterminowe	1,6	48,0	14,5	14,8	15,1	15,4	15,7	16,0	16,3	16,7

(mln PLN)	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Pasywa</b>	<b>2239,6</b>	<b>2532,6</b>	<b>2627,0</b>	<b>2514,6</b>	<b>2503,3</b>	<b>2529,5</b>	<b>2553,7</b>	<b>2575,4</b>	<b>2585,9</b>	<b>2546,1</b>
Krótkoterminowa część LT	0,0	11,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krótkoterminowa część za koncesje	4,8	4,0	43,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	69,1	101,2	194,0	185,5	184,8	211,3	217,9	236,1	236,7	233,5
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	0,0	3,7	4,0	4,6	4,9	5,5	5,5	5,5
Przychody przyszłych okresów	9,8	10,6	10,7	11,4	12,1	12,8	13,5	14,2	14,9	15,6
Długoterminowe zobowiązania	0,0	0,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Inne długoterminowe	6,2	11,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Długoterminowa część za koncesje	4,4	54,1	14,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Udziały mniejszościowe	4,3	5,2	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Kapitał własny	2071,4	2285,4	2353,6	2298,6	2287,1	2285,5	2302,1	2304,3	2313,4	2276,1



## Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Wynik netto		158,1	59,0	-20,6	17,5	27,3	64,8	85,5	93,6	102,0
Amortyzacja i odpisy		217,4	248,5	248,9	245,2	240,4	233,6	229,1	225,1	221,5
Mniejszościowi		0,9	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana WC		-13,8	4,4	-1,8	-17,5	5,0	-9,4	-2,5	-1,2	-2,0
Przepływy operacyjne		322,1	328,6	172,9	244,9	272,4	288,6	311,7	317,2	321,2
CAPEX		-191,4	-146,1	-201,6	-174,9	-163,2	-141,4	-155,0	-156,6	-156,4
Przepływy inwestycyjne		-287,0	-279,8	-241,6	-254,9	-163,2	-141,4	-155,0	-156,6	-156,4
Dług		11,9	-8,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy z emisji akcji		55,7	80,4	15,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Dywidenda		0,0	-161,8	-50,2	-30,0	-30,0	-49,2	-84,2	-85,5	-140,4
Przepływy finansowe		67,5	-90,2	-34,5	-29,0	-29,0	-48,2	-83,2	-84,5	-139,4
Zmiana stanu gotówki		102,6	-41,4	-103,2	-39,0	80,2	99,1	73,4	76,1	25,4
Gotówka na początek okresu		199	302	260	157	118	199	298	371	447
Gotówka na koniec okresu		302	260	157	118	199	298	371	447	473



### 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 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. .

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 świadczył, 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 Netii**

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2006-02-28	2006-05-16	2006-06-07
kurs z dnia rekomendacji	5.50	5.45	4.75
WIG w dniu rekomendacji	39165.23	45894.55	40352.53