

TPSA

poprzednia rekomendacja: redukuj

redukuj

Cena (16/08/2006)	19.8
Wycena (DCF)	17.3

Realizacja pesymistycznego scenariusza

Nasze obawy znacznego pogorszenia otoczenia regulacyjnego dla TPSA, wyrażane w ostatnich raportach, spełniają się. Pomimo pewnych początkowych trudności regulator bardzo sprawnie realizuje program PiS w zakresie rynku telekomunikacyjnego. Na negatywne zmiany regulacyjne nałożą się nie najlepsze perspektywy w telefonii komórkowej (rynek bliski nasycenia, zbliżająca się konkurencja czwartego operatora i operatorów wirtualnych), rozwój nowych technologii WiMAX i VoIP. Wszystkie te elementy wpłyną na powolną erozję zarówno przychodów, jak i marż spółki. Procesu tego, naszym zdaniem nie będzie w stanie zahamować, ani nowa strategia TPSA, ani zapowiadane dodatkowe cięcia kosztów.

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2003	18 287	2 900	7 320	1 034	724	0.5	3.7	10.2	38.3	1.9	13.8	5.5	5%
2004	18 530	3 788	8 219	3 277	2 306	1.6	4.8	11.5	12.0	1.7	9.3	4.3	15%
2005	18 342	3 781	7 992	3 005	2 316	1.7	4.7	12.8	12.0	1.5	9.6	4.6	14%
2006P	18 401	3 266	7 537	2 495	2 021	1.4	4.5	13.3	13.7	1.5	10.7	4.6	11%
2007P	17 994	3 059	7 242	2 412	1 954	1.4	4.4	14.7	14.2	1.3	10.5	4.4	10%

prognozy Millennium DM według MSSF, mln PLN

Mieszane odczucia po wynikach za II kwartał

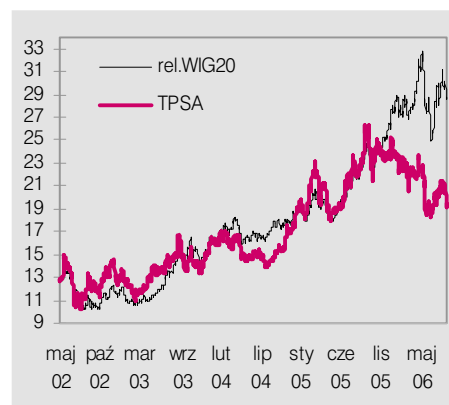
Wyniki za II kw. '06 pozostawiają niejednoznaczne wrażenie. Z jednej strony spółka pokazała wyższe od oczekiwań przychody (dynamiczny wzrost sprzedaży Centertela), z drugiej jednak EBIT był poniżej oczekiwań (wyższe odpisy amortyzacyjne, koszty rozliczeń międzyoperatorskich oraz koszt zakupu telefonów). Niższa od oczekiwań była rentowność telefonii komórkowej. Tu spółka musi ponosić coraz wyższe koszty sprzedaży telefonów, aby utrzymać i zdobyć nowych abonentów. Spółka uzyskała zysk netto na przyzwoitym poziomie jedynie dzięki operacjom finansowym (transakcje zabezpieczające).

Za wcześnie na grę pod dywidendę

Spółka planuje wypłacić minimum 1.2PLN na akcję dywidendy z zysku za rok 2006. Jest to nieznaczny wzrost w porównaniu z 1PLN wypłaconym z zysku za rok 2005 oraz poniżej oczekiwań inwestorów kształtujących się na poziomie 1.5-2PLN na akcję. Spółka wprawdzie wspomina, iż rozważa inne opcje (dodatkową dywidendę lub skup własnych akcji), jednak brak jest konkretnych deklaracji. Brak jasnej polityki dywidendowej na najbliższe lata może zniechęcić grupę inwestorów nastawionych na dywidendy. W naszej opinii, biorąc pod uwagę trwającą ofensywę regulatora rynku, zbyt wcześnie jest na grę pod dywidendę.

Podtrzymana rekomendacja redukuj

Od prawie roku akcje spółki znajdują się w trendzie spadkowym (spadek od szczytu o 27%). Jeszcze mniej korzystnie dla akcjonariuszy TPSA przedstawia się sytuacja, jeśli zmianę kursu akcji porównamy do zmiany indeksu WIG 20 (zmiana relatywna -43%). Słabe notowania spółki to nie tylko efekt zbliżającej się głębszej liberalizacji rynku i zwiększonej konkurencji w Polsce. To także efekt słabego zachowania się głównych indeksów telekomunikacyjnych na parkietach europejskich. Dynamiczna niższka na ostatnich sesjach to reakcja inwestorów na słabe wyniki kwartalne i obniżenie prognoz przez innego byłego operatora narodowego - Deutsche Telekom. Obniżyliśmy wycenę DCF z 20.1PLN (po uwzględnieniu wypłaconej dywidendy) do 17.3PLN na akcję. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	26.3/18.2		
Liczba akcji (mln)	1400		
Kapitalizacja (mln PLN)	27 720		
EV (mln PLN)	36 331		
Free float (mln PLN)	13 480		
Średni obrót (mln PLN)	124		
Główny akcjonariusz	France Telecom		
% akcji, % głosów	47.5/47.5		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	-5.8%	-14.5%	-11.4%
Zmiana rel. WIG20 (%)	-1.6%	-3.5%	-43.2%

Michał Buczyński

(022) 598 26 58

michal.buczynski@millenniumdm.pl

Omówienie wyników za II kwartał 2006

Wyniki Grupy TPSA w II kwartale 2006 były na poziomie sprzedaży o 0.4% wyższe od oczekiwań, co głównie wynikało z szybkiego wzrostu przychodów Centertela. Zysk operacyjny był niższy od konsensusu o 18.8%, o czym zdecydował głównie wyższy poziom odpisów amortyzacyjnych - wynik EBITDA był jedynie o 3% niższy od konsensusu rynkowego. Stosunkowo wysoki wynik netto (jedynie o 3.6% poniżej oczekiwań rynkowych) spółka osiągnęła głównie dzięki operacjom finansowym (transakcje zabezpieczające poziom stóp procentowych).

Wyniki kwartalne TPSA

PLN m	II kw '05	II kw '06	%	I-II kw '05	I-II kw '06	%
Przychody	4 601	4 642	0.9%	9 042	9 205	1.8%
EBITDA	2 072	1 984	-4.2%	4 152	3 976	-4.2%
EBIT	1 070	792	-26.0%	2 045	1 669	-18.4%
Zysk netto	455	571	25.5%	1 024	1 021	-0.3%
Marża EBITDA	45.0%	42.7%		46%	43%	
Marża netto	10%	12%		11%	11%	

wyniki według MSSF

W II kwartale kontynuowane były główne trendy z poprzednich okresów polegające na wzroście przychodów z telefonii komórkowej i transmisji danych, przy jednoczesnym regresie w sprzedaży usług stacjonarnych. Na uwagę zasługuje utrzymanie szybkiego wzrostu w segmencie telefonii komórkowej (o 17.7%), co uzyskane zostało przede wszystkim dzięki szybkiemu (29% r/r) przyrostowi liczby abonentów (spadek ARPU zagregowanego był wolniejszy niż w poprzednich okresach i wyniósł 9.7% r/r). Centertel doskonale wykorzystuje szybki wzrost rynku telefonii komórkowej - jego udział w rynku (pod względem liczby abonentów) w porównaniu do roku ubiegłego zwiększył się o 1.2 pp. do 36.2%. Analizując szybko rosnące przychody segmentu telefonii komórkowej, należy zwrócić uwagę na zbliżający się do stanu nasycenia poziom penetracji telefonii komórkowej w Polsce (po II kw. 86%), co w najbliższych latach doprowadzi do znacznego spowolnienia wzrostu przychodów spółki. Istotne dla Centertela, który korzystał na sporze między akcjonariuszami PTC, będzie prawdopodobne w najbliższym czasie powołanie silnego zarządu zdominowanego przez przedstawicieli Deutsche Telekom.

Dynamika przychodów w najważniejszych segmentach

PLN m	II kw '05	II kw '06	%	I-II kw '05	I-II kw '06	%
usługi telefonii stacjonarnej	2 494	2 212	-11.3%	5 022	4 483	-10.7%
abonament	1 081	1 104	2.1%	2 130	2 216	4.0%
telefoniczne połączenia głosowe	1 177	847	-28.0%	2 433	1 762	-27.6%
rozliczenia z innymi operatorami	211	239	13.3%	413	469	13.6%
przychody z automatów	23	21	-8.7%	42	33	-21.4%
pozostałe	2	1	-50.0%	4	3	-25.0%
usługi telefonii komórkowej	1 431	1 685	17.7%	2 708	3 245	19.8%
usługi przesyłu danych	529	557	5.3%	1 029	1 113	8.2%
dzierżawa łączy	95	98	3.2%	192	195	1.6%
transmisja danych	127	133	4.7%	251	264	5.2%
połączenia do Internetu dial-up	59	34	-42.4%	135	76	-43.7%
usługi dostępu szerokopasm.	248	292	17.7%	451	578	28.2%
radiokomunikacja	60	60	0.0%	119	121	1.7%
sprzedaż mat. i tow. oraz poz. usług	87	128	47.1%	164	243	48.2%

Źródło: TPSA

W II kwartale słabo prezentowała się dynamika usług przesyłu danych (5.3% r/r), gdzie główną siłą napędową są usługi dostępu szerokopasmowego (17.7% r/r). Dynamika przychodów z Neostrady jest coraz niższa, na co składa się brak dynamiki w pozyskiwaniu nowych klientów, przy jednoczesnym stałym obniżaniu się oferowanych cen.

Szybko obniża się liczba analogowych linii telefonicznych. W okresie I poł. roku liczba POTS spadła o 213 tys. do 9 168 tys. linii. Pomimo to w II kw. spółka odnotowała wzrost przychodów z abonamentu (2.1% r/r), co wynika z migracji klientów do droższych planów taryfowych zawierających darmowe pakiety minut.

Dynamika kosztów operacyjnych						
	II kw '05	II kw '06	%	I-II kw '05	I-II kw '06	%
koszty zatrudnienia pracowników	630	606	-3.8%	1 294	1 219	-5.8%
amortyzacja	1 002	1 192	19.0%	2 107	2 307	9.5%
zakupy i opłaty na rzecz innych operator	656	717	9.3%	1 214	1 390	14.5%
utrzymanie sieci i usługi informatyczne	216	209	-3.2%	442	409	-7.5%
wydatki handlowe	441	526	19.3%	868	1 103	27.1%
dodatnie (ujemne) operacyjne różnice kl	-16	28	-275.0%	-10	48	-580.0%
inne koszty operacyjne netto	602	572	-5.0%	1 082	1 060	-2.0%
Razem	3 531	3 850	9.0%	6 997	7 536	7.7%

Źródło: TPSA

Już od przyszłego roku naszym zdaniem także przychody z abonamentu zaczną spadać, co będzie następstwem obecnych decyzji regulatora (nakazu oddzielenia abonamentu usług telefonicznych od Neostrady oraz w sprawie hurtowej sprzedaży abonamentu).

Na spadku rentowności operacyjnej w II kw. 2006 niewątpliwie zaważył wzrost odpisów amortyzacyjnych (m. in. spółka rozpoczęła rozliczać koszty UMTS) oraz większe koszty rozliczeń operatorskich - co nie powinno dziwić wobec rosnącego znaczenia konkurencyjnych operatorów. Trzecim czynnikiem był wzrost wydatków handlowych - na co głównie składały się koszty zakupu aparatów telefonicznych sprzedawanych w promocjach (dynamiczny wzrost liczby abonentów Centertela).

Wpływ ostatnich i spodziewanych decyzji UKE na nasze prognozy dla TPSA

Sygnalizowane przez nas w poprzednich raportach analitycznych o spółce (z listopada 2005 i z marca 2006 roku) realne zagrożenie realizacji politycznych zapowiedzi z programu PiS, polegających na głębokiej liberalizacji krajowego rynku telekomunikacyjnego, zmaterializowały się stosunkowo szybko. W ostatnich miesiącach UKE wydał szereg niekorzystnych dla TPSA decyzji, z których najważniejszymi naszym zdaniem są: nowe stawki interkonektowe (RIO), nakaz rozdzielania Neostrady i usług telefonii stacjonarnej oraz decyzja w sprawie hurtowej sprzedaży abonamentu. Wpływ pierwszej z nich będzie widoczny już w II połowie bieżącego roku, natomiast w przypadku pozostałych dwóch, ze względu na problemy zgłaszane przez TPSA, ich istotny wpływ na przychody zakładamy dopiero od początku 2007 roku.

Wpływ najważniejszych decyzji UKE na zmianę naszych prognoz finansowych dla TPSA:

❑ **Obniżenie stawek interkonektowych.** TPSA w umowie ramowej będzie zobligowana do obniżenia wysokości stawek opłat w rozliczeniach międzyoperatorskich (w połączeniach krajowych, międzynarodowych oraz do sieci usług inteligentnych) średnio o około 35%. Ta decyzja ma rygor natychmiastowej wykonalności. Nie zakładając zmiany wolumenu, spadek przychodów TPSA z tego tytułu można szacować na około 250-300 mln PLN rocznie. W rzeczywistości wpływ na przychody będzie mniejszy ze względu na elastyczność cenową popytu.

❑ **Nakaz rozdzielania Neostrady i usług telefonii stacjonarnej** został wydany w lipcu bieżącego roku. Decyzja regulatora jest bardzo niekorzystna dla TPSA, gdyż godzi w jeden z podstawowych elementów strategii TPSA, polegający na oferowaniu stosunkowo konkurencyjnych usług dostępu szerokopasmowego w celu zatrzymania abonentów telefonii stacjonarnej. Istotną część (zakładamy, że było to 20-30%) użytkowników Neostrady utrzymuje telefon stacjonarny w TPSA tylko dlatego, że jest to warunek korzystania z Neostrady. Abonenci ci w najbliższych latach najprawdopodobniej zrezygnują z usług telefonii stacjonarnej w TPSA. Dlatego spodziewamy się przyspieszenia tempa zmniejszania liczby czynnych łączy analogowych TPSA. Sądzymy, że w okresie naszej prognozy (10 lat) w wyniku tej decyzji spółka straci około 1 mln abonentów telefonii stacjonarnej.

❑ **Hurtowa sprzedaż abonamentu** pozwala operatorom alternatywnym na świadczenie pełnego zakresu usług telefonii stacjonarnej na infrastrukturze TPSA (dotychczasowe regulacje umożliwiały jedynie obsługę połączeń na zasadzie preselekcji). Operatorzy alternatywni będą mogli kupować od TPSA abonament w celu dalszej odsprzedaży, płacąc jedynie około 50% taryfy TPSA. W lipcu UKE wydał pierwszą decyzję w tej sprawie rozstrzygającą spór między Tele2, a TPSA. TPSA będzie musiała sprzedawać łącza w cenie o 47% niższej od własnej taryfy. Naszym zdaniem zainteresowanie ze strony operatorów alternatywnych będzie duże, gdyż pozwoli im to objąć pełną obsługą osoby, którym dotychczas świadczyli jedynie usługi głosowe na zasadzie preselekcji. Szczególnie aktywne na tym polu będzie Tele-2. Tylko ten operator deklaruje, że z jego usług korzysta około 1 mln abonentów TPSA i że w ciągu roku będzie chciał ich objąć pełnym zakresem usług. Założyliśmy, że w wyniku tej decyzji spółka utraci około 1.4 mln abonentów w okresie naszej prognozy.

Wycena DCF

Obecna wycena przy zastosowaniu DCF (17.3PLN na akcję) jest niższa od naszej poprzedniej wyceny (20.1PLN na akcję po uwzględnieniu wypłaconej dywidendy). Obniżenie wyceny to efekt aktualizacji stóp wolnych od ryzyka (wzrost stóp rynkowych). Głównymi zmianami w prognozach dla spółki było uwzględnienie nieco wyższych od wcześniejszych założeń przychodów w I poł. 2006 roku oraz negatywne konsekwencje dla TPSA wprowadzanych obecnie zmian regulacyjnych.

Naszym zdaniem nowa bardziej agresywna polityka regulatora, zmiany technologiczne (VoIP oraz WiMax) oraz wejście na rynek czwartego operatora komórkowego oraz operatorów wirtualnych, wywrze powolny, ale istotny wpływ na marże generowane przez spółkę. Odzwierciedleniem tego w naszym modelu jest założony spadek marży EBITDA w okresie prognozy z 41% w pierwszym do 36.9% w ostatnim roku prognozy oraz presja na przychody.

Model wyceny Grupy TPSA metodą DCF

(mld PLN)	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	>2015
sprzedaż	18.4	18.0	17.7	17.8	17.9	18.1	18.2	18.4	18.5	18.7	
zmiana sprzedaży	0.3%	-2.2%	-1.9%	0.6%	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	
marża EBIT	17.7%	17.0%	16.1%	16.4%	16.9%	17.0%	17.1%	17.1%	17.0%	17.0%	
EBIT	3.3	3.1	2.8	2.9	3.0	3.1	3.1	3.1	3.2	3.2	
stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
amortyzacja	4.3	4.2	4.1	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	
inwestycje	-3.3	-3.3	-3.2	-3.1	-3.2	-3.3	-3.4	-3.5	-3.6	-3.7	
zmiana kap.obrotowego	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
FCF	3.6	3.3	3.1	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	33.1
zmiana FCF	-	-10%	-6%	5%	-3%	-4%	-3%	-3%	-4%	-3%	0.0%
dlug/kapitał	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
stopa wolna od ryzyka	4.4%	4.8%	5.1%	5.3%	5.3%	5.4%	5.5%	5.5%	5.6%	5.6%	5.0%
premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
koszt długu	4.4%	4.7%	4.9%	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%	4.9%
koszt kapitału	8.7%	9.1%	9.3%	9.6%	9.6%	9.7%	9.7%	9.7%	9.8%	9.8%	9.3%
WACC	7.4%	7.7%	8.0%	8.2%	8.3%	8.3%	8.4%	8.4%	8.5%	8.5%	7.9%
PV (FCF)	3.4	2.8	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2	14.6
wartość DFCF	35.2										
dług* (gotówka) netto	9.2										
roszczenie DPGTx0,5	1.3										
dywidenda wypłacona w I px	1.4										
wycena TPSA	23.3										
liczba akcji (mld szt.)	1.4										
wyc. akcji na XII '05 (PLN)	16.7										
wyc. akcji na VI '06 (PLN)	17.3										

* po hedgingu

Źródło: Millennium DM

Podobnie jak w poprzednim raporcie uwzględniliśmy w modelu roszczenia ze strony DPGT na poziomie 50% żądania (bez uwzględnienia odsetek).

Biorąc pod uwagę dynamicznie zachodzące zmiany na polskim rynku telekomunikacyjnym, wycenę DCF traktujemy jako wiodącą.

Wycena porównawcza

Wycenę metodą porównawczą traktujemy jako pomocniczą. Wskaźniki rynkowe TPSA porównaliśmy do dwóch grup operatorów. Pierwszą tworzą byli operatorzy narodowi z Europy Zachodniej, natomiast drugą Matav oraz Ceski Telecom, będące najbliższymi odpowiednikami spółki w regionie.

Wycena porównawcza TPSA						
Spółka	EV/ EBITDA 2006P	EV/ EBITDA 2007P	EV/ EBIT 2006P	EV/ EBIT 2007P	P/E 2006P	P/E 2007P
DEUTSCHE TELEKOM	4.1	3.7	8.6	7.6	10.4	9.3
FRANCE TELECOM	4.0	3.8	6.9	6.4	8.6	8.5
PORTUGAL TELECOM	5.9	5.5	11.1	9.8	17.3	16.1
SWISSCOM	5.3	4.9	8.2	7.6	13.6	14.0
TDC	4.4	4.0	9.4	8.3	9.8	9.1
TELEKOM AUSTRIA	6.4	6.0	15.4	13.6	16.7	15.1
TELIASONERA	5.8	5.3	8.8	8.1	12.5	12.4
Średnia	5.3	4.9	8.8	8.1	12.5	12.4
TELEFONICA O2 CZECH REPUBLIC	5.2	5.0	13.5	11.3	18.4	16.2
MATAV	4.4	3.9	8.2	7.2	11.1	10.8
Średnia	4.8	4.5	10.8	9.2	14.7	13.5
Wagi dla wskaźników	10%	30%	10%	30%	5%	15%
Wycena porównawcza do odpowiedników z Europy Zachodniej						
Wycena TPSA (mld PLN)	32.8	31.2	36.0	20.4	25.2	24.2
Na akcję (PLN)	23.4	22.3	25.7	14.6	18.0	17.3
Wycena ważona (PLN)	19.5					
Wycena porównawcza do odpowiedników z Europy Środkowej						
Wycena TPSA (mld PLN)	31.3	29.2	48.0	25.8	34.1	27.3
Na akcję (PLN)	22.3	20.9	34.3	18.4	24.4	19.5
Wycena ważona (PLN)	21.6					

Źródło: prognozy Bloomberg, ceny z dnia 11.08.2006

Porównanie do grupy operatorów z Europy Zachodniej wskazuje na wycenę 19.5PLN na jedną akcję, natomiast do operatorów środkowoeuropejskich 21.6PLN. W ostatnim przypadku wycena jest jednak zawyżona przez wysrubowaną wycenę byłego czeskiego operatora narodowego. W przypadku pominięcia zawyżonych wskaźników operatora czeskiego, porównanie do samego operatora węgierskiego daje wycenę 17.5PLN na akcję.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2003	2004	2005	2006p	2007p
przychody netto ze sprzedaży	18 287	18 530	18 342	18 401	17 994
usługi telefonii stacjonarnej	12 038	11 095	9 794	8 706	7 590
abonament	3 872	4 064	4 249	4 375	4 127
podłączenia i podobne pozycje	99	82	85	23	2
telefoniczne połączenia głosowe	6 978	5 903	4 443	3 367	2 590
rozliczenia z innymi operatorami	721	759	820	757	696
przychody z automatów samoinkasujących	240	159	94	83	74
pozostałe	128	128	103	101	101
usługi telefonii komórkowej	3 861	4 950	5 773	6 775	7 269
usługi przesyłu danych	1 641	1 816	2 099	2 275	2 520
dzierżawa łączy	383	377	383	370	366
transmisja danych	419	462	509	552	557
połączenia do Internetu	550	405	230	134	86
usługi dostępu szerokopasmowego	289	572	977	1 219	1 511
radiokomunikacja	333	262	272	256	256
sprzedaż materiałów i towarów oraz pozostałych usł	414	407	404	389	358
koszty operacyjne	15 387	14 742	14 561	15 135	14 935
koszty zatrudnienia pracowników	3 072	2 653	2 447	2 458	2 576
amortyzacja	4 420	4 431	4 211	4 271	4 183
rozliczenia z innymi operatorami	1 999	2 159	2 464	2 545	2 531
usługi obce	2 822	3 034	2 949	3 184	3 232
zużycie materiałów i energii	469	454	421	420	411
wartość sprzedanych towarów i materiałów	1 137	1 137	995	1 078	850
koszt wytworzenia świadczeń na własne potrzeby	-65	-59	-37	-37	-37
pozostałe koszty operacyjne, netto	1 533	933	1 111	1 216	1 189
EBITDA	7 320	8 219	7 992	7 537	7 242
EBIT	2 900	3 788	3 781	3 266	3 059
saldo finansowe	-1 867	-511	-776	-771	-647
zysk przed opodatkowaniem	1 034	3 277	3 005	2 495	2 412
podatek dochodowy	-382	-700	-385	-474	-458
(zysk) strata udziałowc.mniejszościowych	72	-271	-304	0	0
zysk netto	724	2 306	2 316	2 021	1 954
EPS	0.5	1.6	1.7	1.4	1.4

Bilans (mln PLN)					
	2003	2004	2005	2006p	2007p
aktywa obrotowe	5 600	6 053	4 362	5 469	7 675
środki pieniężne	1 818	3 033	1 702	2 802	5 057
należności	2 694	2 590	2 123	2 130	2 083
aktywa trwałe	31 248	28 808	31 262	30 297	29 395
środki trwałe	27 314	25 412	24 057	23 285	22 563
wartości niematerialne i prawne	2 602	3 002	7 138	6 945	6 765
aktywa razem	36 848	34 861	35 624	35 766	37 070
zobowiązania krótkoterminowe	8 287	5 907	8 694	8 708	8 610
kredyty, pożyczki i papiery dłużne	3 510	765	3 139	3 139	3 139
zobowiązania i rozliczenia międzyokresowe bierne	3 507	3 821	4 015	4 028	3 939
zobowiązania długoterminowe	13 830	12 073	8 940	8 448	7 895
kredyty, pożyczki i papiery dłużne	11 894	8 823	6 347	5 847	5 347
zobowiązania i rozliczenia międzyokresowe bierne	1 428	2 288	2 028	2 034	1 990
kapitały własne udziałowców mniejszościowych	504	736	13	13	13
kapitały własne	14 227	16 145	17 977	18 598	20 552
kapitał akcyjny	4 200	4 200	4 200	4 200	4 200
kapitał z emisji akcji powyżej ich wartości nominalne	832	832	832	832	832
zyski zatrzymane	9 311	11 183	13 037	13 658	15 612
pasywa razem	36 848	34 861	35 624	35 766	37 070
BVPS	10.2	11.5	12.8	13.3	14.7

Cash flow (mln PLN)					
	2003	2004	2005	2006p	2007p
wynik netto	724	2 306	2 316	2 021	1 954
amortyzacja	4 420	4 431	4 211	4 271	4 183
zmiana kapitału obrotowego	753	353	323	15	-101
gotówka z działalności operacyjnej	7 895	8 512	8 222	7 078	6 683
inwestycje (capex)	-3 844	-3 059	-3 209	-3 307	-3 281
gotówka z działalności inwestycyjnej	-3 795	-2 697	-7 248	-3 307	-3 281
wypłata dywidendy	-141	-169	-463	-1 400	0
emisja akcji	0	0	0	0	0
gotówka z działalności finansowej	-2 984	-4 554	-2 307	-2 671	-1 147
zmiana gotówki netto	1 116	1 261	-1 333	1 100	2 255
DPS	0.1	0.1	0.3	1.0	0.0
CEPS	3.7	4.8	4.7	4.5	4.4

Wskaźniki (%)					
	2003	2004	2005	2006p	2007p
zmiana sprzedaży	2.0%	1.3%	-1.0%	0.3%	-2.2%
zmiana EBITDA	1.8%	12.3%	-2.8%	-5.7%	-3.9%
zmiana EBIT	1.4%	30.6%	-0.2%	-13.6%	-6.3%
zmiana zysku netto	-21.2%	218.5%	0.4%	-12.8%	-3.3%
marża EBITDA	40.0%	44.4%	43.6%	41.0%	40.2%
marża EBIT	15.9%	20.4%	20.6%	17.7%	17.0%
marża netto	4.0%	12.4%	12.6%	11.0%	10.9%
sprzedaż/aktywa (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
dlug / kapitał (x)	1.6	1.1	1.0	0.9	0.8
stopa podatkowa	36.9%	21.4%	12.8%	19.0%	19.0%
ROE	5.3%	15.2%	13.6%	11.0%	10.0%
ROA	2.0%	6.4%	6.6%	5.7%	5.4%
(dlug) gotówka netto (tys. PLN)	-14 863	-7 476	-9 198	-7 598	-4 843

p - prognoza Millennium DM S.A.

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Piotr Her
+22 598 26 81
piotr.her@millenniumdm.pl

Adam Zajler
Makler Papierów Wartościowych
+22 598 26 05
adam.zajler@millenniumdm.pl

Łukasz Hejak
+22 598 26 27
lukasz.hejak@millenniumdm.pl

Radosław Łukaszczuk
+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Łukasz Kołaczkowski
+22 598 26 59
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, makroekonomia,
handel

Analityk
telekomunikacja, chemia,
metale, przemysł mięsny

Analityk
media, hotele, motoryzacja,
przemysł spożywczy, budownictwo

Analityk
informatyka, Internet

Asystent

Asystent

Asystent

Sprzedż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Krzysztof Pelka
+22 598 26 79
krzysztof.pelka@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec
+22 598 26 67
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Eurofilms, Famur, North Coast, Action od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby Klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
TPSA	Redukuj	9 lis 05	24.50
TPSA	Redukuj	7 mar 06	23.00

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2006 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	13%
Akumuluj	9	60%
Neutralnie	4	27%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	0	0%
Akumuluj	6	100%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy*