

10 sierpnia 2010

Aktualizacja raportu


Telekomunikacja
Polska

Cena bieżąca	4,80 PLN
Cena docelowa	5,30 PLN
Kapitalizacja	1,87 mld PLN
Free float	1,87 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	3,60 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Third Avenue Management	24,07%
OFE ING	12,33%
SISU Capital Ltd.	10,03%
Pioneer Pekao Investment Management	9,99%
Pozostali	43,58%

Strategia dotycząca sektora

Podtrzymujemy neutralne nastawienie do sektora. Wzrost zamożności społeczeństwa będzie przekładał się na dalszy wzrost powszechności usług. Jednocześnie, operatorzy „wymęczeni” wojną cenową i koniecznością ponoszenia wysokich nakładów w coraz mniejszym stopniu będą konkurowali ceną. Rynek zacznie się konsolidować.

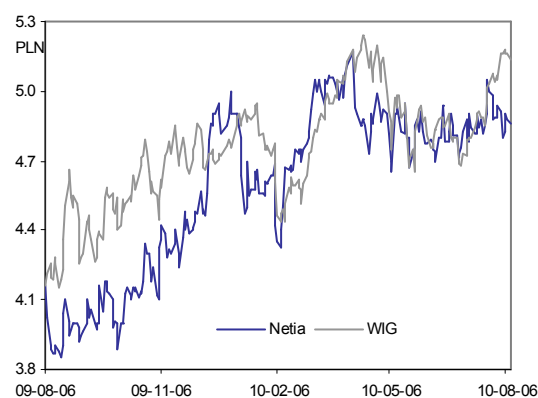
Profil spółki

Netia jest największym w Polsce operatorem alternatywnym w telefonii stacjonarnej. Netia posiada 391 tys. łączy sprzedanych klientom w ramach własnej infrastruktury, jest też liderem pod względem wykorzystania infrastruktury TP, przy przyłączeniu abonentów poprzez BSA, WLR i LLU.

Ważne daty

06.11.2010 - publikacja raportu za 3Q2010

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

Akumuluj

(Podwyższona)

Teraz FCF

Podtrzymujemy opinię, że w związku z nowymi regulacjami dotyczącymi szerokopasmowego dostępu do Internetu, spółce będzie trudniej utrzymać tempo wzrostu bazy abonenckiej. Tym niemniej zmieniamy nasze dotychczasowe nastawienie do operatora z neutralnego na pozytywne. Spodziewane przyśpieszenie przenoszenia klientów BSA/WLR do LLU pozwoli spółce poprawiać wyniki w kolejnych kwartałach. Naszym zdaniem od przyszłego roku spółka znacznie ograniczać inwestycje, co poprawi poziom FCF. W relacji do EV wzrośnie on do 10-11%, co oznacza wyższy poziom, niż w przypadku TPSA - realizującej do 2012 roku zwiększone wydatki inwestycyjne związane z porozumieniem z UKE. Na bazie naszych prognoz spółka notowana jest na poziomie EV/EBITDA 2011 poniżej 4,0, co na tle sektora telekomunikacyjnego oznacza blisko 20% dyskonto. Dodatkowy potencjał w wycenie stanowi zdolność spółki do akwizycji. Bardziej prawdopodobnym celem przejęcia wydaje się Exatel, chociaż przejęcie Dialogu oceniamy za bardziej uzasadnione. Przy braku przejęć w przyszłym roku spółka znacznie wypłacać dywidendę (co najmniej cały zysk netto z 2010). Podwyższamy nasze dotychczasowe prognozy wyników, głównie w oparciu o zakładane niższe koszty operacyjne. W efekcie podwyższamy cenę docelową do 5,3 PLN za akcję (dotychczasowa 4,3 PLN) i rekomendację inwestycyjną z trzymaj do akumuluj.

Wyniki za 2Q2010

Zgodnie z oczekiwaniami wyniki spółki za 2Q2010 są nieco lepsze niż w poprzednim kwartale. Przy przychodach na poziomie 393,7 mln PLN (+5,4% q/q) i 15,56 mln PLN zysku netto. Nadal nieco rozczarowuje wzrost przychodów w obszarze transmisji danych (+1,9% q/q, wpływ spadku ARPU, -3,5% q/q) i spowolnienie wzrostu bazy abonenckiej (zarówno w dostępie do Internetu jak i usługach głosowych), jednak dzięki oszczędnościom kosztowym i przenoszeniu klientów na LLU spółka utrzymuje wysoką 24% marżę EBITDA.

Korekta prognoz

W związku z wyższymi niż oczekiwaliśmy oszczędnościami kosztowymi (przede wszystkim efekt synergii z połączenia z Tele2 i redukcji zatrudnienia) w modelu wyceny podwyższamy prognozowany na 2010 r. poziom EBITDA z 324 mln PLN do 359 mln PLN, a w roku przyszłym do 381 mln PLN z 359 mln PLN. Jednocześnie obniżamy poziom prognozowanych wydatków inwestycyjnych w bieżącym i przyszłym roku z 230 mln PLN do odpowiednio 220 i 210 mln PLN. Zgodnie z prognozami zarządu zakładamy, że na koniec roku baza abonentów szerokopasmowego dostępu do Internetu wzrośnie do 700 tys., a użytkowników tradycyjnych usług głosowych do 1,225 mln.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 112	1 506	1 556	1 614	1 685
EBITDA	171	313	359	381	398
marża EBITDA	15,3%	20,8%	23,1%	23,6%	23,6%
EBIT	-100	14	70	104	132
Zysk netto	231	89	75	109	139
DPS	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3
P/E	8,1	21,1	24,8	17,1	13,4
P/CE	3,3	4,2	4,3	3,8	3,4
P/BV	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	9,8	5,2	4,4	3,9	3,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%	5,8%

Wyniki 2Q2010

Wyniki spółki za 2Q są zbliżone do naszych oczekiwań. Przy przychodach na poziomie 393,7 mln PLN (+5,4% q/q) spółka wypracowała 95,4 mln PLN EBITDA (24,2% marża) i 15,56 mln PLN zysku netto. W naszych prognozach zakładaliśmy odpowiednio: 391; 91,8, 12,6 mln PLN. Nadal nieco rozczarowuje dynamika wzrostu przychodów z dostępu do internetu (+2,7 mln PLN, +1,9% q/q) – strategicznego obszaru dla spółki. W 2Q2010 głównym obszarem wzrostu były przychody hurtowe transmisji danych (+7 mln PLN q/q, efekt wzrostu ruchu).

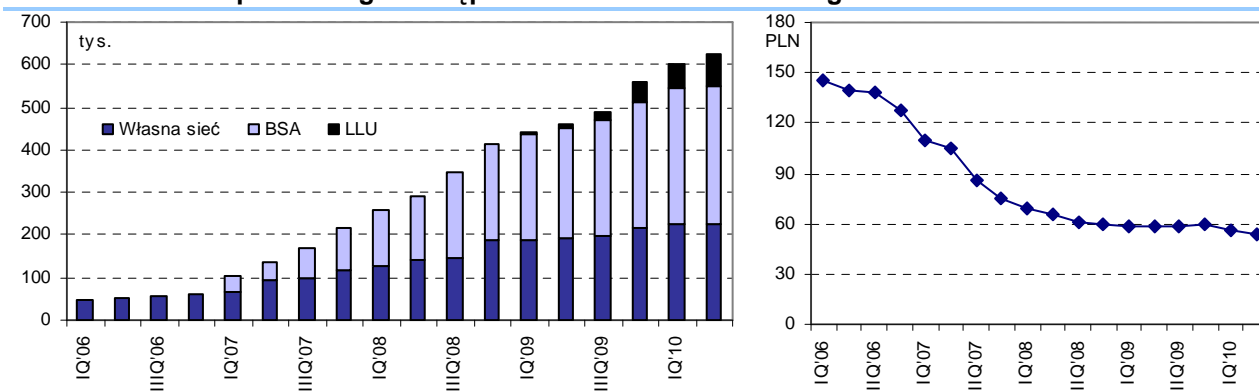
Wyniki za 2Q2010

(mln PLN)	IIQ2010	IIQ2009	zmiana	IH2010	IH2009	zmiana	IIQ2010	IQ2010	zmiana
Przychody ze sprzedaży	393,7	373,7	5,4%	780,7	749,3	4,2%	393,7	387,0	1,7%
Usługi bezpośrednie (ruch, abonament)	185,6	184,1	0,8%	372,2	368,1	1,1%	185,6	186,6	-0,5%
Usługi niebezpośrednie	9,9	17,0	-41,8%	21,5	36,8	-41,6%	9,9	11,6	-15,0%
Transmisja danych	145,5	129,2	12,6%	288,3	251,2	14,8%	145,5	142,8	1,9%
Usługi hurtowe	30,2	20,6	46,3%	53,4	41,2	29,5%	30,2	23,2	29,9%
Pozostałe	22,5	22,8	-1,0%	45,3	52,0	-13,0%	22,5	22,8	-1,0%
EBITDA	95,4	69,4	37,3%	188,8	139,3	35,5%	95,3	93,5	1,9%
marża EBITDA	24%	19%	-	24%	19%	-	24%	24%	-
EBIT	20,5	-4,9		40,0	-8,0		20,5	19,6	
Wynik na działalności finansowej	2,3	-9,6		0,2	-7,1		2,3	-2,1	
Wynik netto	15,6	-14,5		29,9	-14,6		15,6	14,3	

Źródło: Netia SA

Słaby wzrost przychodów z transmisji danych (m.in. szerokopasmowy dostęp do internetu, to efekt spadku ARPU do 54 PLN/mc z 60 PLN w 4Q2009 i 56 PLN w 1Q. Spadek ARPU miał miejsce przy wyhamowaniu wzrostu liczby abonentów (zgodnie z oczekiwaniami), co może tłumaczyć ograniczenie akcji promocyjnych oraz wydarzenia związane z powodzią i katastrofą prezydenckiego samolotu. Sezonowo 2Q charakteryzuje się najniższym wzrostem w ujęciu rocznym, więc nie upatrujemy tego jako czynnik ryzyka na przyszłość (w 2Q2009 +17 tys.). Baza szerokopasmowego dostępu do sieci (623,6 tys.) zwiększyła się o 20 tys. portów q/q (z czego +13,6 tys. w oparciu o LLU). W przypadku BSA, należy zwrócić uwagę na najwyższy od 1,5 roku koszt pozyskania abonenta. W kolejnych kwartałach w związku ze zmianą regulacji Netia będzie coraz trudniej rywalizować z TP o klienta w tym obszarze, co będzie pociągało za sobą nadal wysokie koszty.

Abonenci szerokopasmowego dostępu do Internetu i ARPU w segmencie



tys.	IQ'09	IIQ'09	IIIQ'09	IVQ'09	IQ'10	IIQ'10
BSA razem (raport TPSA)	388	412	431	456	490	508
zmiana	40	24	19	25	34	18
w tym Centertel	111	117	123	129	134	138
udział w BSA	28,6%	28,4%	28,5%	28,3%	27,3%	27,2%
w tym Netia	134	260	272	294	320	325
udział w BSA	34,5%	63,0%	63,2%	64,4%	65,4%	64,0%
w tym pozostali	144	36	36	33	36	45
udział w BSA	34,4%	6,2%	8,3%	7,3%	7,3%	8,8%

Źródło: Netia SA, TPSA,

Abonenci LLU w dostępie do Internetu

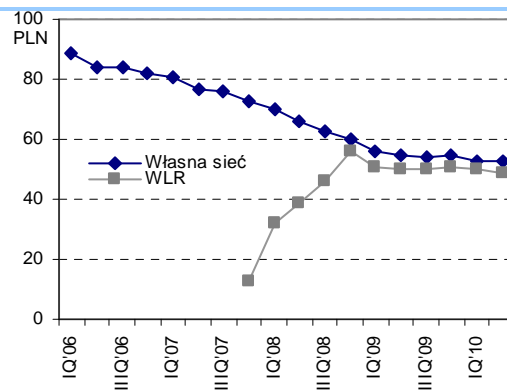
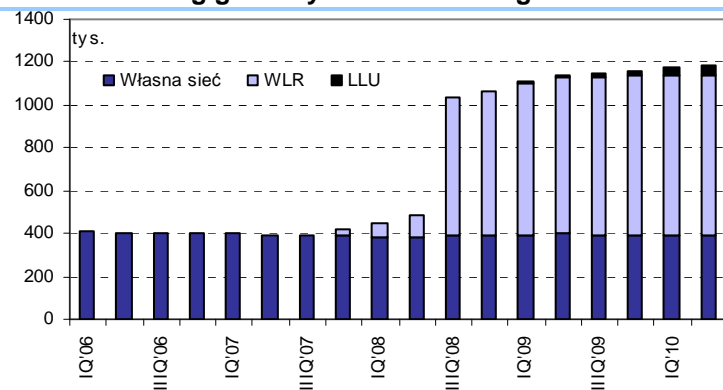
tys.	IQ'09	IIQ'09	IIIQ'09	IVQ'09	IQ'10	IIQ'10
LLU razem (raport TPSA)	4	8	24	52	62	76
zmiana	2	4	16	28	11	14
w tym Netia	4	7	21	48	60	73
udział w LLU	99,1%	92,7%	89,8%	93,3%	95,8%	96,4%

Źródło: Netia SA, TPSA,

Netia przyspieszyła proces przenoszenia klientów z BSA i BSAWLR na LLU, co pozytywnie wpływa na EBITDA. Na koniec czerwca spółka posiadała 350 uwolnionych węzłów abonenckich, dających spółce dostęp do 2,9 mln klientów. Na dzień 5 sierpnia liczba ta wzrosła do 400 węzłów (81 tys. klientów) a na koniec roku zarząd planuje jej wzrost do 500. W 2011 roku nawet przy spowolnieniu wzrostu liczby abonentów, przeniesienie już pozyskanych klientów na LLU zapewni spółce wzrost EBITDA.

W kolejnych kwartałach transmisja danych będzie obszarem, w którym Netia będzie wykazywała wzrost sprzedaży. Nadal uważamy, że począwszy od przełomu 3/4Q, kiedy TP wprowadzi na rynek nowe pakiety internetowe dla wolniejszych przepływności (2Mb), Netii będzie trudniej konkurować o klienta. Wbrew wcześniej ogłoszonej przez Netię strategii sprzedażowej (obniżka cen łączy 8/10/20 Mb/s) nie udaje się zachęcać klientów do kupna wyższych prędkości. Spółka raportuje, że ¾ nowo podpisywanych umów dotyczy łączy poniżej 8 Mb/s (głównie 2mb/s). W raporcie za 1Q2010 Netia podwyższyła prognozę liczby klientów usług szerokopasmowych na koniec 2010 z 680 tys. do 700 tys., co uważamy za realny poziom.

Na poziomie usług głosowych również 2Q okazał się nieco słabszy niż poprzednie kwartały. Liczba przyłączeń spadała do 9,3 tys. i jest to najniższy wzrost od 3Q2007 roku. Jest to pierwszy kwartał, w którym liczba użytkowników WLR obniżyła się q/q (-1,7 tys.). Częściowo tłumaczy to „przerzucanie” klientów na bardziej rentowne LLU (wzrost q/q o 10,4 tys.), co jednak nie zmienia faktu wyhamowania dotychczasowych pozytywnych dla spółki trendów. W tym obszarze ma również miejsce spadek ARPU (58 PLN vs. 60 PLN w 1Q2010 we własnej sieci i 49 PLN vs. 50 w WLR).

Abonenci usług głosowych i ARPU w segmencie


	IQ'09	IIQ'09	IIIQ'09	IVQ'09	IQ'10	IIQ'10
WLR razem (raport TPSA)	1 026	1 119	1 197	1 255	1 296	1 346
z czego Netia	711	731	740	743	747	745
udział w WLR	69,2%	65,3%	61,8%	59,2%	57,6%	55,4%
z czego Telefonía Dialog	184	210	b/d	250	b/d	b/d
udział w WLR	18,0%	18,8%	b/d	19,9%	b/d	b/d
z czego pozostali	131	177	b/d	261	b/d	b/d
udział w WLR	12,8%	15,9%	b/d	20,8%	b/d	b/d

Źródło: Netia SA, TPSA, Telefonía Dialog

Wyraźna erozja przychodów ma nadal miejsce w preselekcji (ok. 2 mln PLN spadku przychodów w każdym kwartale). Obecnie jednak ten segment jest na tyle mały w strukturze sprzedaży (3%), że jego wpływ w kolejnych kresach będzie coraz mniejszy.

Po stronie kosztowej na uznanie zasługuje redukcja kosztów zarządu i sprzedaży (reklama i prowizje dystrybucyjne), realizowanych w ramach programu profit. Ich wpływ był szczególnie widoczny w 1Q2010. Istotną pozycją oszczędności było przeniesienie klientów dawnego Tele2

Polska na infrastrukturę Netii. Ten efekt nie będzie już widoczny w kolejnych kwartałach. To przede wszystkim koszty skłaniają nas do podwyższenia naszych dotychczasowych prognoz wyników spółki. Należy pamiętać, że na wynik operacyjny półrocza pozytywny wpływ mają zdarzenia jednorazowe, księgowane jako pozostałe przychody netto w kwocie 9,7 mln PLN, z czego 3,7 mln PLN to sprzedaż majątku (m.in. dla P4) i noty debetowe (2,77 mln PLN).

Na koniec kwartału środki pieniężne w posiadaniu Netii wzrosły q/q o 66 mln PLN (z czego 21,4 to przedpłata za zbycie sprzętu telekomunikacyjnego na rzecz P4 – ostatnia rata) i wynoszą 272,5 mln PLN. Należy pamiętać, że w 1Q2010 spółka wpłaciła na rzecz urzędu skarbowego kontrowersyjną (sprawa w sądzie, prawdopodobny zwrot) kwotę blisko 60 mln PLN, co obniża poziom dostępnych środków finansowych.

Posiadane środki finansowe zarząd zamierza przeznaczyć na akwizycje lub dywidendę. Netia podpisała porozumienie z Rabobank Polska, Raiffeisen Bank Polska i BRE Bank, którego przedmiotem jest udzielenie nowego finansowania w wysokości, którą zarząd uznaje za wystarczającą do sfinansowania „istotnych akwizycji na polskim rynku telekomunikacyjnym”. W grę wchodzi m.in. Telefonía Dialog oraz Exatel. Z punktu widzenia możliwych do wygenerowania synergii przy połączeniu, lepszym celem akwizycji jest Dialog. Obecnie wyłączność na badanie spółki uzyskał Polkomtel, który w ostatnim czasie organizował środki finansowe na przejęcia. Polkomtela i Dialog łączy wspólny akcjonariusz – KGHM - i to może być element przesądzający o tym, że Netii nie uda się przejąć operatora.

Wyniki operatorów i szacunkowa wartość w oparciu o wycenę Netii

(mln PLN)	Netia	Dialog*	Exatel*
Przychody	1 505,9	520,90	550,0
EBITDA	312,8	135,38	153,0
marża EBITDA	20,8%	26,0%	27,8%
Zysk netto	88,7	10,44	54,8
Implikowana wartość EV (na bazie Netia 2009 = 5,2)		704,0	795,6
Implikowana wartość EV (na bazie Netia 2010 = 4,4)		595,7	673,2

Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie Netia SA, Telefonía Dialog, Exatel, * dane jednostkowe

Telefonía Dialog (100% akcji w posiadaniu KGHM) to obecnie 708 tys. abonentów, z czego 465,2 stanowią linie we własnej sieci oraz 243,7 linie WLR. Ponadto Dialog posiada 156 tys. użytkowników usług dostępu do Internetu oraz 25,8 tys. abonentów usługi DIALOGmedia IPTV (cyfrowa telewizja i wypożyczalnię filmów na życzenie - stan na koniec grudnia 2009). Dialog zarządza dobrze rozwiniętą infrastrukturą dostępową, głównie w południowo-zachodniej części kraju.

Exatel świadczy usługi dla klientów biznesowych i administracji państwowej. Powstał z połączenia Tel-Energo i Telbanku – sieci pierwotnie obsługujących sektor energetyczny i banki. Obecnie wśród klientów znajduje się ponad 1 500 dużych i średnich firm (m.in. Bank Pekao SA, Bank PKO BP, Bank Handlowy SA, NBP, BGK, GPW, PGNiG, PSE, EnergiaPro, Netia, Vectra, Telefonía Dialog, UPC Polska). Głównym akcjonariuszem jest PGE (95% akcji). Podstawowym obszarem kompetencji spółki jest transmisja danych, w tym szczególnie usług VPN. Operator zarządza nowoczesną siecią światłowodową o długości prawie 20 tys. km.

W przypadku nie dojścia do skutku dużej akwizycji, od przyszłego roku spółka zacznie płacić dywidendę. Taki scenariusz wydaje się nam najbardziej prawdopodobny. W naszych prognozach zakładamy, że będzie to cały zysk netto wypracowany w danym roku. Naszym zdaniem jest mało prawdopodobne, żeby zarząd zdecydował się na rekomendowanie wypłaty większości wolnej gotówki, co ograniczałoby zdolność do przejęć w kolejnych latach. To właśnie przejęcia są głównym czynnikiem, który może istotnie wpłynąć na wzrost wartości spółki. Na bazie prognozowanych przez nas wyników, przy obecnych cenach Netia jest w stanie dostarczyć akcjonariuszom wyższy poziom FCF w relacji do EV2010 w latach 2011-12. Począwszy od roku 2013, kiedy TPSA kończy zwiększone inwestycje związane z porozumieniem z UKE, ponownie staje się atrakcyjniejsza pod tym względem.

FCF/EV2010 dla Netii i TPSA

	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
FCF/EV NETIA	6,1%	9,8%	11,2%	11,0%	10,7%
FCF/EV TPSA	8,4%	8,4%	9,5%	12,7%	13,9%

Źródło: DI BRE Banku SA, 2010 dla Netii z wyłączeniem płatności dla US

Wycena

Na bazie zaktualizowanego modelu DCF i wyceny wskaźnikowej, bieżącą cenę jednej akcji Netii szacujemy na 4,9 PLN, co implikuje cenę docelową za 9-mcy na poziomie 5,3 PLN (poprzednio 4,3 PLN). W stosunku do dotychczasowej wyceny, pozytywny wpływ na jej obecny poziom miało podwyższenie prognoz wyników spółki, przesunięcie wyceny w czasie, spadek wolnej stopy od ryzyka (5,8% vs. 6,2%) oraz wyższe wyceny porównywanych spółek telekomunikacyjnych.

Podsumowanie wyceny

(PLN)	Waga	Wycena	
		obecna	poprzednia
Wycena wskaźnikowa	50%	5,0	4,7
Wycena DCF	50%	4,8	3,4
Wycena		4,9	4,0
Cena docelowa (9-mcy)		5,3	4,3

Wycena wskaźnikowa

(PLN)	EV/EBITDA			EV/SALES			P/E		
	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
Implikowana wycena na akcję	5,4	5,6	5,2	4,4	4,6	4,8	2,8	1,7	2,5
Waga roku	10%	45%	45%	10%	45%	45%	10%	45%	45%
Premia/dyskonto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika		80%			10%			10%	
Wycena	5,0	5,4			4,7			2,2	

Wskaźniki wyceny porównywanych spółek

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E		
		2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
CABLE & WIRELESS PLC	0,7	5,4	3,9	3,6	0,8	0,8	0,8	16,5	9,6	8,6
COLT TELECOM GROUP PLC	1,3	2,6	2,5	2,4	0,5	0,5	0,5	12,4	11,7	10,3
KCOM GROUP PLC	0,5	6,4	6,0	5,7	0,9	1,0	1,0	9,7	8,7	7,8
ILIAD SA	66,1	6,7	5,8	5,4	2,2	2,1	2,0	20,6	14,5	12,9
FORTHNET SA	0,9	6,8	5,4	4,7	1,2	1,2	1,1	-4,5	-7,9	
FASTWEB SPA	11,3	4,0	3,9	3,7	1,2	1,2	1,1	18,8	13,5	9,6
VERSATEL AG	4,8	3,9	4,0	4,0	1,0	1,0	1,0	-5,2	-7,7	
TELE2 AB	132,1	6,7	6,5	6,0	1,6	1,6	1,5	13,7	13,1	12,4
TELEGATE AG	7,3		6,4	6,8	0,9	1,0	1,0	9,2	9,4	9,8
TISCALI SPA										
Mediana		5,9	5,4	4,7	1,0	1,0	1,0	12,4	9,6	9,8

Marża EBITDA i D/Y porównywanych spółek

	Cena	marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
CABLE & WIRELESS PLC	0,7	14,1%	20,1%	21,3%	1,2%	5,0%	6,8%
COLT TELECOM GROUP PLC	1,3	19,5%	20,4%	21,1%	0,6%	1,0%	1,2%
KCOM GROUP PLC	0,5	13,7%	16,6%	17,2%	3,2%	3,0%	3,4%
ILIAD SA	66,1	33,4%	36,5%	37,4%	0,7%	0,7%	0,8%
FORTHNET SA	0,9	18,1%	21,3%	23,3%			1,6%
FASTWEB SPA	11,3	30,3%	30,1%	30,3%			1,8%
VERSATEL AG	4,8	25,3%	25,1%	24,9%			0,3%
TELE2 AB -A SHS	132,1	23,4%	24,0%	24,9%		4,2%	4,2%
TELEGATE AG	7,3		15,5%	14,6%	9,6%	9,8%	9,6%
TISCALI SPA							
Mediana		21,5%	21,3%	23,3%	1,2%	3,6%	1,8%



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	TV
Przychody ze sprzedaży	1 556	1 614	1 685	1 724	1 716	1 721	1 732	1 744	1 760	
<i>zmiana</i>	3,3%	3,7%	4,4%	2,3%	-0,5%	0,3%	0,6%	0,7%	1,0%	
EBITDA	358,8	381,4	398,2	407,9	403,9	403,7	405,2	409,1	413,1	
<i>marża EBITDA</i>	23,1%	23,6%	23,6%	23,7%	23,5%	23,5%	23,4%	23,5%	23,5%	
Amortyzacja	288,7	277,3	266,2	256,6	247,8	239,9	232,9	226,6	211,2	
EBIT	70,1	104,1	132,0	151,3	156,0	163,7	172,3	182,5	201,8	
<i>marża EBIT</i>	4,5%	6,4%	7,8%	8,8%	9,1%	9,5%	10,0%	10,5%	11,5%	
Opodatkowanie EBIT	13,3	19,8	25,1	28,7	29,6	31,1	32,7	34,7	38,3	
NOPLAT	56,8	84,3	106,9	122,6	126,4	132,6	139,6	147,9	163,5	
CAPEX	-220	-210	-202	-207	-206	-207	-208	-209	-211	
Kapitał obrotowy	-91	3	7	1	1	1	0	1	2	
Pozostałe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
FCF	39,9	159,3	182,7	178,7	174,3	172,1	169,7	171,2	170,5	172,2
<i>WACC</i>	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%
<i>współczynnik dyskonta</i>	94,9%	85,6%	77,3%	69,7%	63,0%	56,8%	51,3%	46,3%	41,8%	37,8%
PV FCF	37,9	136,4	141,2	124,7	109,7	97,8	87,0	79,2	71,2	749,1
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%
Koszt długu	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,6%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	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%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	0,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	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%
Beta	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%	Analiza wrażliwości								
Wartość rezydualna (TV)	1 793	Wzrost FCF w nieskończoności								
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	749	-2,0% -1,0% 1,0% 3,0% 4,0%								
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	885	WACC +1,0pp	4,3	4,4	4,7	5,1	5,4			
Wartość firmy (EV)	1 634	WACC +0,5pp	4,5	4,6	4,9	5,4	5,7			
Dług netto	-242	WACC	4,7	4,8	5,2	5,7	6,1			
Inne aktywa nieoperacyjne	0	WACC -0,5pp	4,9	5,0	5,4	6,1	6,5			
Udziałowcy mniejszościowi	0	WACC -01,0pp	5,1	5,2	5,7	6,5	7,1			
Wartość firmy	1 876									
Liczba akcji (mln.)	389,3									
Wartość firmy na akcję (PLN)	4,8									
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,2%									
Cena docelowa	5,2									
EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej	4,9									
P/E(*10) dla ceny docelowej	26,7									
Udział TV w EV	46%									



Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Usługi głosowe	421,8	1 065,5	1 158,4	1 222,3	1 230,5	1 273,6	1 221,2
Własna sieć	390,6	392,5	391,1	391,4	391,4	390,4	394,4
WLR/LLU	31,1	673,0	767,4	830,9	839,1	883,1	826,8
Dostęp do internetu	217,5	413,6	559,3	702,4	766,1	845,1	872,0
Własna sieć	118,2	186,2	217,4	227,0	246,6	265,5	276,1
BSA/LLU	99,3	227,4	341,9	475,4	519,5	579,7	595,9
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	838,0	1 112,4	1 505,9	1 555,9	1 614,0	1 685,0	1 723,6
<i>zmiana</i>	-2,8%	32,7%	35,4%	3,3%	3,7%	4,4%	2,3%
Usługi bezpośrednie (ruch, abonament)	369,5	486,8	743,4	742,2	746,4	761,8	758,9
Usługi niebezpośrednie	54,2	56,8	65,7	39,4	33,5	33,5	33,5
Transmisja danych	242,2	371,6	520,5	592,9	651,2	701,8	740,9
Usługi hurtowe	111,0	71,9	81,6	89,8	94,2	99,0	100,9
Pozostałe	61,1	125,3	94,8	91,6	88,7	89,0	89,3
Koszty operacyjne, w tym	941,9	1 212,1	1 491,6	1 485,8	1 509,9	1 553,0	1 572,3
Wynagrodzenia	165,5	177,5	187,3	183,3	192,7	203,1	213,2
Amortyzacja	274,5	270,3	298,6	288,7	277,3	266,2	256,6
Rozliczenia międzyoperatorskie	159,9	218,5	196,7	194,5	187,1	198,7	194,5
Utrzymanie sieci	173,0	281,6	484,0	521,7	544,2	557,9	563,2
Pozostałe	168,9	264,1	325,1	297,5	308,6	327,2	344,7
Impairment							
Umorzenie zobowiązań koncesyjnych							
EBIT	-103,8	-99,7	14,2	70,1	104,1	132,0	151,3
<i>zmiana</i>	30,4%	96,0%	-14,3%	492,7%	148,4%	126,8%	114,6%
<i>marża EBIT</i>	-12,4%	-9,0%	0,9%	4,5%	6,4%	7,8%	8,8%
Wynik na działalności finansowej	2,5	354,2	-13,1	13,4	17,4	22,5	26,4
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
Udział w stracie	-165,2	-22,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	-266,6	231,9	1,1	83,6	121,5	154,5	177,8
Podatek dochodowy	2,3	1,3	-87,6	8,4	12,1	15,4	32,0
Zysk netto	-269,5	230,6	88,7	75,2	109,3	139,0	145,8
<i>zmiana</i>	71,2%	-85,6%	38,4%	84,8%	145,3%	127,2%	104,8%
<i>marża</i>	-32,2%	20,7%	5,9%	4,8%	6,8%	8,3%	8,5%
Amortyzacja	274,5	270,3	298,6	288,7	277,3	266,2	256,6
EBITDA	170,7	170,6	312,8	358,8	381,4	398,2	407,9
<i>zmiana</i>	-22,9%	0,0%	83,3%	14,7%	6,3%	4,4%	2,4%
<i>marża EBITDA</i>	20,4%	15,3%	20,8%	23,1%	23,6%	23,6%	23,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	389,2	389,2	389,3	389,3	389,3	389,3	389,3
EPS	-0,3	0,7	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4
CEPS	0,4	1,3	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0
ROAE	-5,7%	13,8%	4,5%	3,6%	5,2%	6,5%	6,7%
ROAA	-4,9%	11,6%	3,8%	3,2%	4,5%	5,7%	5,9%

**Bilans**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	2 070,7	2 283,5	2 340,7	2 404,1	2 430,6	2 476,2	2 489,3
Majątek trwały	1 869,6	1 870,6	1 901,7	1 833,0	1 765,5	1 701,5	1 651,7
Rzeczowy majątek trwały	1 408,6	1 416,0	1 384,7	1 344,6	1 305,2	1 268,6	1 244,4
Wartości niematerialne i prawne	267,9	411,4	388,6	360,0	331,9	304,5	278,8
Pozostałe aktywa finansowe	5,9	7,0	92,2	92,2	92,2	92,2	92,2
Inwestycje długoterminowe	187,2	36,1	36,3	36,3	36,3	36,3	36,3
Majątek obrotowy	201,0	412,9	439,0	571,1	665,1	774,7	837,6
Środki pieniężne	57,7	195,4	242,0	295,3	399,4	499,9	557,8
RMK	13,1	35,2	20,2	39,9	24,0	25,0	25,6
Należności	127,4	177,3	173,6	231,9	238,3	246,2	250,5
Zapasy	2,9	5,1	3,1	4,0	3,4	3,6	3,7
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	2 070,7	2 283,5	2 340,7	2 404,1	2 430,6	2 476,2	2 489,3
Kapitał własny	1 728,3	1 928,5	2 025,5	2 100,7	2 134,8	2 164,5	2 171,2
Zobowiązania	342,4	355,0	315,2	303,4	295,9	311,7	318,1
Dług	94,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	219,5	296,4	255,8	243,3	235,0	250,2	255,8
Pozostałe zobowiązania	28,2	58,6	59,4	60,1	60,8	61,5	62,2
Dług	94,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	37,0	-195,4	-242,0	-295,3	-399,4	-499,9	-557,8
(Dług netto / Kapitał własny)	2,1%	-10,1%	-11,9%	-14,1%	-18,7%	-23,1%	-25,7%
(Dług netto / EBITDA)	0,2	-1,1	-0,8	-0,8	-1,0	-1,3	-1,4
BVPS	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6

Przepływy operacyjne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	217,9	169,7	300,4	273,2	389,0	411,9	403,7
Zysk netto	-269,5	230,6	88,7	75,1	109,2	138,9	145,7
Amortyzacja	274,5	270,3	298,6	288,7	277,3	266,2	256,6
Kapitał obrotowy	45,7	19,9	-7,8	-90,6	2,5	6,8	1,4
Pozostałe	167,1	-351,2	-79,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-412,7	62,2	-249,9	-220,0	-209,8	-202,2	-206,8
Przepływy finansowe	88,1	-94,2	-3,9	0,0	-75,1	-109,2	-138,9
Dług	88,1	-94,2	-3,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda / buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	-75,1	-109,2	-138,9
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-106,7	137,7	46,6	53,2	104,1	100,5	57,9
Środki pieniężne na koniec okresu	57,7	195,4	242,0	295,2	399,3	499,8	557,7
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4
FCF	-34,4	-49,1	59,6	39,9	159,3	182,7	178,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	28,1%	23,2%	15,8%	14,1%	13,0%	12,0%	12,0%



Wskaźniki

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2012P
P/E	-6,9	8,1	21,1	24,8	17,1	13,4	12,8
P/CE	378,1	3,3	4,2	4,3	3,8	3,4	3,3
P/BV	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
P/S	2,2	1,7	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
FCF/EV	-1,8%	-2,9%	3,7%	2,5%	10,8%	13,3%	13,6%
EV/EBITDA	11,2	9,8	5,2	4,4	3,9	3,4	3,2
EV/S	2,3	1,5	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%	5,8%	7,4%
Cena (PLN)	4,8						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	389,2	389,2	389,3	389,3	389,3	389,3	389,3
MC (mln PLN)	1868,0	1868,0	1868,8	1868,8	1868,8	1868,8	1868,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	1 905,0	1 672,6	1 626,8	1 573,5	1 469,4	1 368,9	1 311,0



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
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:

KUPIJ - 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.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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.

Netia świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 Nadzoru Finansowego.

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

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2009-11-06
kurs z dnia rekomendacji	4,36
WIG w dniu rekomendacji	38863,29