6 listopada 2009

Aktualizacja raportu

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Telekomunikacja

Polska

Netia

NTIA.WA; NET.PW

Trzymaj

(Podtrzymana)

Cena bieżąca	**4,36 PLN**
Cena docelowa	**4,30 PLN**
Kapitalizacja	1,7 mld PLN
Free float	0,77 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	5,31 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Third Avenue Management	24,08%
SISU Capital Ltd.	10,03%
Pioneer Pekao Investment Management	9,99%
OFE ING	10,26%
Pozostali	45,64%

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.

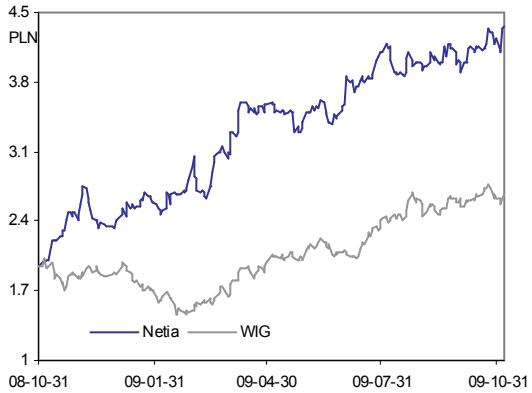
Profil spółki

Netia jest największym w Polsce operatorem alternatywnym w telefonii stacjonarnej. 40% przychodów spółki pochodzi z tradycyjnych usług głosowych, świadczonych na bazie 390 tys. linii tel. Netia jest też liderem pod względem wykorzystania infrastruktury TP, przy przyłączaniu abonentów poprzez BSA a wkrótce LLU. Od 2010 Netia będzie celem przejęcia.

Ważne daty

22.02.2010 - publikacja raportu za 4Q2009

Kurs akcji Netii na tle WIG



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

Lepiej, ale ...

Wyniki spółki za 3Q2009 oceniamy neutralnie. Wyższa niż oczekiwaliśmy EBITDA to efekt m.in. transakcji jednorazowych (sprzedaż aktywów do P4), nasze obawy budzi słaby poziom przychodów. Nadal ostrożnie podchodzimy do programu oszczędnościowego spółki, która jak dotychczas nie zaprezentowała jego szczegółów. Naszym zdaniem w wynikach za 3Q2009 nie widać jego istotnych efektów (mają pojawić się od 2010 r.) a redukcja kosztów została osiągnięta przede wszystkim dzięki niższym kosztom interkonektu, związanym z obniżką stawek MTR i niższym kosztom marketingu i promocji (cykliczny spadek cen reklamy). W naszych przyszłorocznych prognozach zakładamy, że koszty zostaną obniżone o 45 mln PLN (zarząd 100 mln PLN). W przyszłym roku spodziewamy się również , że TPSA - po osiągnięciu porozumienia z UKE - przystąpi do bardziej agresywnej walki o klienta, co utrudni Netii zwiększanie bazy abonenckiej i będzie wywierało presję na koszty. W naszych prognozach jesteśmy bardziej sceptyczni niż zarząd, co do możliwości osiągnięcia przez spółkę marży EBITDA w kolejnych latach. Przy naszych założeniach FCF generowany przez Netię w roku 2011 stanowi 6,6% EV przy 10,5% EV w przypadku TP (po uwzględnieniu wyższego CAPEX). Podtrzymujemy neutralną rekomendację inwestycyjną z ceną docelową 4,3 PLN za akcje.

Wyniki za 3Q2009 i prognoza

Przy przychodach na poziomie 370,3 mln PLN spółka wypracowała EBITDA w wysokości 82,9 mln PLN i zysk netto równy 3,2 mln PLN. W przypadku przychodów wynik jest słabszy niż nasze oczekiwania (379 mln PLN), w pozostałych dwóch kategoriach istotnie lepszy (prognoza DI BRE odpowiednio: 70,2 i -5,2 mln PLN). Silną stroną wyników jest wzrost liczby użytkowników szerokopasmowego dostępu do internetu (+31 tys.) m.in. w ramach LLU (+14 tys.).

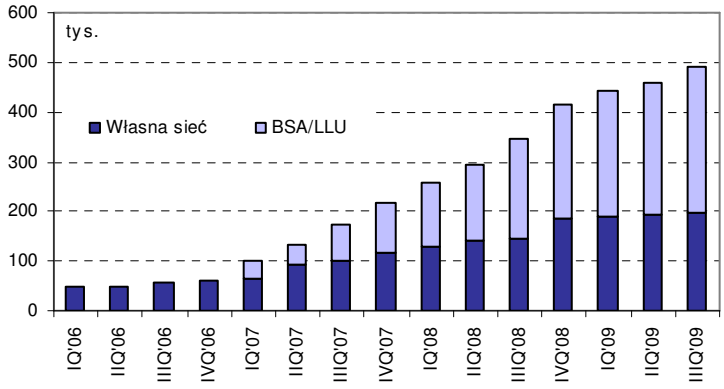
Korekta budżetu

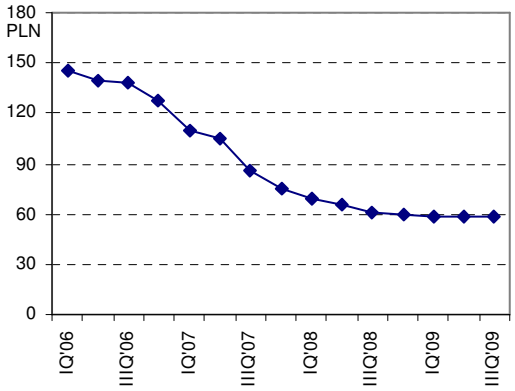
Przy okazji wyników spółka zmieniła dotychczasową prognozę na rok 2009 i lata 2010-12. Główne elementy to: obniżenie tempa wzrostu przychodów w średnim okresie z 5-10% do 3-5% (przy niezmienionej prognozowanej marży EBITDA), przyspieszenie o rok terminu osiągnięcia zysku netto (2010) i wskaźnika Capex/przychody na poziomie 15% (2010) oraz podwyższenie w prognozie na rok 2009 EBITDA i liczby użytkowników dostępu do internetu (ponad 525 tys.). Z drugiej strony spółka obniżyła prognozowaną na koniec br. liczbę klientów usług głosowych. Potwierdzają się nasze obawy, że spółka może mieć problem z dotrzymaniem celów przychodowych. Nie mamy wątpliwości, że spółka jest w stanie wykazać w krótkim okresie istotnie lepsze wyniki, ale naszym zdaniem będzie odbywało się to kosztem przyszłego rozwoju.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	838	1 112	1 487	1 525	1 629
EBITDA	171	171	289	324	359
marża EBITDA	*20,4%*	*15,3%*	*19,4%*	*21,2%*	*22,1%*
EBIT	-104	-100	-5	34	79
Zysk netto	-269	231	-11	37	78
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
P/E	-	7,4	-	45,3	21,7
P/CE	344,1	3,0	5,3	4,3	3,7
P/BV	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	10,2	8,8	5,2	4,4	3,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	-0,7%	2,2%

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

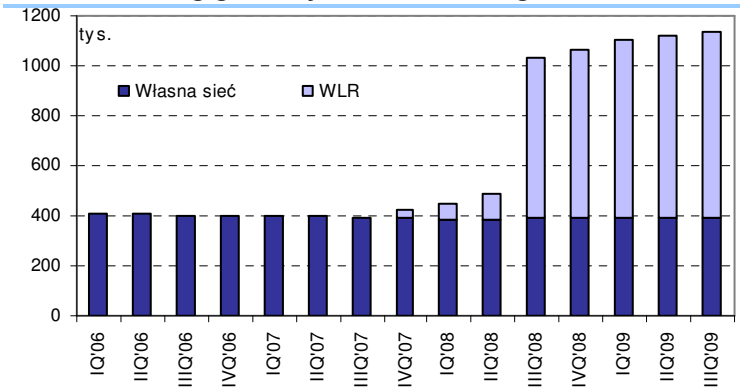
Abonenci szerokopasmowego dostępu do internetu i ARPU w segmencie

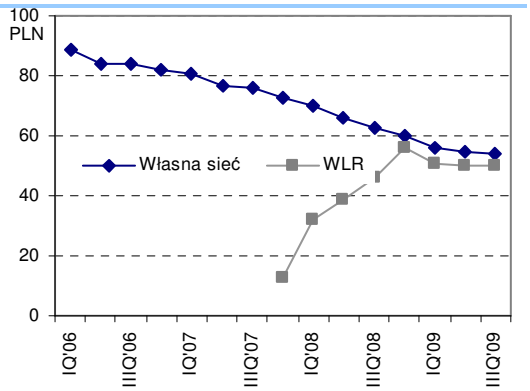




	IQ'08	IIQ'08	IIIQ'08*	IVQ'08	IQ'09	IIQ'09	IIIQ'09
BSA razem (raport TPSA)	192	244	296	348	388	412	431
zmiana	*60*	*52*	*52*	*52*	*40*	*24*	*19*
w tym Centertel	*23*	*40*	*70*	*96*	*111*	*117*	*123*
udział w BSA	12,0%	16,4%	23,6%	27,6%	28,6%	28,4%	28,5%
w tym Netia	128	151	202	227	248	260	272
udział w BSA	66,9%	61,7%	68,1%	65,4%	64,0%	63,0%	63,2%
w tym Telefonia Dialog				9	10	10	
udział w BSA				2,5%	2,4%	102,4%	
w tym pozostali	41	53	24	16	19	26	
udział w BSA	21,1%	21,9%	8,3%	4,6%	4,9%	6,2%	
LLU razem (raport TPSA)				2	4	8	24
zmiana				2	2	4	16
w tym Netia				1	4	7	21
udział w BSA				88,4%	99,1%	92,7%	89,8%

Abonenci usług głosowych i ARPU w segmencie





	IQ'08	IIQ'08	IIIQ'08*	IVQ'08	IQ'09	IIQ'09	IIIQ'09
WLR razem (raport TPSA)	664	769	855	941	1 026	1 119	1 197
z czego Netia	64	102	642	673	711	731	740
udział w WLR	*9,7%*	*13,3%*	*75,1%*	*71,5%*	*69,3%*	*65,3%*	*61,8%*
z czego Telefonia Dialog				*162*	*184*	*210*	
udział w WLR				*17,2%*	*18,0%*	*18,8%*	
z czego pozostali				106	131	178	
udział w WLR				11,3%	12,8%	15,9%	

*Źródło: Netia SA, * włączenie Tele2 Polska*

Wyniki 3Q2009

Przy przychodach na poziomie 370,3 mln PLN spółka wypracowała EBITDA w wysokości 82,9 mln PLN i zysk netto w wysokości 3,2 mln PLN. W przypadku przychodów wynik jest słabszy niż nasze oczekiwania (379 mln PLN), w pozostałych kategoriach istotnie lepszy (prognoza DI BRE odpowiednio: 70,2 i -5,2 mln PLN). Z jednej strony cieszy osiągnięcie dobrych danych dotyczących liczby użytkowników (+31 tys. szerokopasmowy dostęp do internetu, wysoka EBITDA i zysk netto, z drugiej spadek przychodów q/q, wyraźnie spowalniająca liczba abonentów podłączanych w usługach głosowych i źródło sukcesu na poziomie EBITDA. W ostatnim przypadku spółka zaksięgowała zysk na sprzedaży aktywów do P4 na poziomie 5,3 mln PLN (łączna zysk na sprzedaży aktywów 6,2 mln PLN).

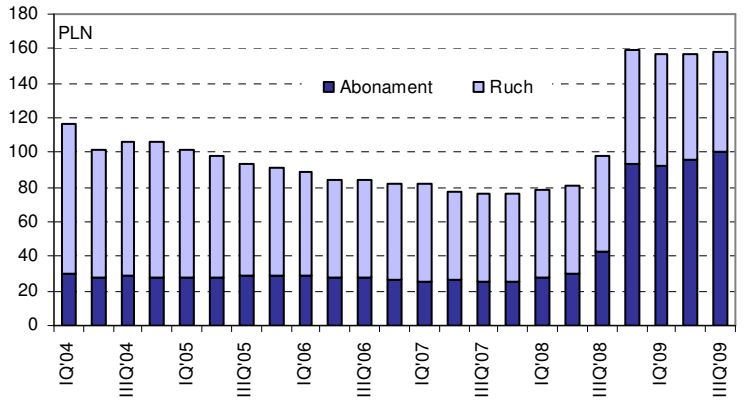
Wyniki za 3Q2009

(mln PLN)	IQ2009	IIQ2009	IIIQ2009	I-IIIQ2009
Przychody ze sprzedaży	**375,7**	**373,7**	**370,3**	**1 119,6**
zmiana	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Usługi bezpośrednie (ruch, abonament)	183,9	184,1	185,9	554,0
Usługi niebezpośrednie	19,8	17,0	15,8	52,6
Transmisja danych	122,0	129,2	129,6	380,8
Usługi hurtowe	20,6	20,6	18,4	59,6
Pozostałe	29,3	22,8	20,6	72,7
EBITDA	**69,9**	**69,4**	**82,9**	**222,2**
marża EBITDA	*19%*	*19%*	*22%*	*20%*
EBIT	-3,1	-5,0	7,1	-1,0
Wynik na działalności finansowej	-0,8	-9,1	-3,7	-13,6
Wynik netto	**-3,8**	**-14,5**	**3,2**	**-15,1**

Źródło: Netia SA

Na poziomie przychodów słabszy wynik to efekt m.in. mniejszych przychodów z tytułu usług świadczonych na rzecz P4 (ok. 11 mln PLN), spadające wpływy z preselekcji (usługi niebezpośrednie) oraz mniejsza sprzedaż usług hurtowych świadczonych w tranzycie. Pierwsza z wymienionych pozycji księgowana jest w transmisji danych, co tłumaczy brak wzrostu wpływów w tym elemencie pomimo rosnącej liczby użytkowników. Pomimo wzrostu liczby klientów usług głosowych przychody w tym obszarze wykazują stagnację. Do pozytywów należy zaliczyć tu rosnące wpływy z abonamentu kosztem przychodów z ruchu telekomunikacyjnego, co zmniejsza podatność Netii np. na obniżki MTR.

Tradycyjne usługi głosowe w rozbiciu na przychody z ruchu i abonamentu



Źródło: Netia SA, w 3Q2008 akwizycja Tele2 Polska

Po stronie danych o abonentach należy docenić dobry wynik sprzedaży szerokopasmowego dostępu do internetu (+31 tys.), z czego 14 tys. została podłączona w ramach LLU. Wyraźnie widać, że na słabości TP skorzystała właśnie Netia. Uważamy, że w przyszłym roku TP przystąpi jednak do bardziej agresywnego pozyskiwania abonentów, co umożliwia jej porozumienie z UKE (szerzej w raporcie nt. TP z października br.). Nie zakładamy przy tym wojny cenowej i istotnego spadku ARPU, ale może pojawić się większa presja na koszty

pozyskania abonenta. Netia traci nieco pozycję w obszarze niebezpośrednich usług głosowych, gdzie zarówno Dialog jak i inni operatorzy w ostatnich czterech kwartałach (od czasu przejęcia abonentów Tele2 Polska) poprawiali udział w rynku WLR, kosztem Netii (spadek udziału z 75% do 62%).

Zwracamy również uwagę na obniżkę kosztów, ale nie związanych z restrukturyzacją tylko czynnikami zewnętrznymi. W porównaniu z 2Q istotnej obniżce uległy koszty reklamy i promocji (-5,5 mln PLN, niższe ceny reklamy TV) oraz koszty rozliczeń międzyoperatorskich (-9,3 mln PLN), co jest efektem obniżek MTR w telefonii komórkowej. Netia mogła z opóźnieniem zadziałać na obniżkę MTR, obniżając własne ceny detaliczne (F2M) wykazując dodatkowy zysk. Dotychczas jeszcze tego nie zrobiła, wykorzystując opóźnienie po stronie TP.

Jak na razie nie dostrzegamy większych efektów działań programu restrukturyzacji kosztowej. Zarząd deklaruje, że pojawią się one od 2010 roku (ok. 20-25 mln PLN kwartalnie). Jednocześnie zarząd nie przedstawił jak dotąd szczegółów programu „profit", dlatego jest nam trudno oddzielić efekty świadomych działań restrukturyzacyjnych od prostych oszczędności wynikających z np. dalszego wpływu na koszty niższych stawek MTR czy zakładanego przez nas już wcześniej przechodzenia klientów z BSA/WLR na bardziej efektywne kosztowo LLU.

Prognoza zarządu

Netia podwyższyła prognozę EBITDA'09 do 290 mln PLN z 275 mln PLN. Dodatkowo podwyższyła prognozę liczby klientów usług szerokopasmowego dostępu do internetu na koniec 2009 do co najmniej 525.tys. (z 510 tys.). Z drugiej strony w spółka obniżyła prognozę przychodów do 1.495 mln PLN z 1.500 mln PLN, a także prognozowaną liczbę klientów usług głosowych do co najmniej 1,165 mln wobec wcześniejszej prognozy na poziomie 1,2 mln. Ponadto, prognoza nakładów inwestycyjnych została obniżona do 250 mln PLN z kwoty 260 mln PLN. W latach 2010 - 2012 zarząd oczekuje wzrostu przychodów (CAGR) na poziomie 3-5% (poprzednio 5-10%) przy niezmienionych prognozach dotyczących marży EBITDA (2010 - 23%; 2012 28%). O rok spółka przyspieszyła termin osiągnięcia dodatnich przepływów pieniężnych (2009) oraz spadek CAPEX do 15% przychodów (2010).

W przypadku prognoz średnioterminowych potwierdzają się nasze obawy. Wolniejszy wzrost przychodów, nawet jeżeli zarząd tłumaczy, że to przez brak usług świadczonych na rzecz P4 i działalności hurtowej, przy utrzymaniu prognozowanej marży operacyjnej oznacza nieco mniejsze zyski.

Stary i nowy budżet Netii

Prognoza na 2009 rok	**Poprzednia**	**Zaktualizowana**
Liczba klientów usług szerokopasmowych *(bez przejęć sieci ethernetowych)*	510,000	525,000
Liczba klientów usług głosowych *(we własnej sieci, WLR i LLU)*	1 200,000	1 165,000
Liczba uwolnionych węzłów LLU	300	300
(mln PLN)		
Przychody	1 500	1 495
Skorygowana EBITDA*	290	300
EBITDA	275	290
Nakłady inwestycyjne *(bez przejęć i akwizycji)*	260	250

** Skorygowana EBITDA bez jednorazowych kosztów restrukturyzacji w kwocie 15 mln PLN i zysku na sprzedaży pierwszej transzy sprzętu transmisyjnego dla P4 w kwocie 5 mln PLZ*

Prognoza średnioterminowa na lata 2010-2012	**Poprzednia**	**Zaktualizowana**
Roczny wzrost przychodów (CAGR) ogółem	5%-10%	3%-5%
Roczny wzrost przychodów (CAGR) w segmencie klientów detalicznych	-	5%-10%
Marża EBITDA w 2010 (%)	23%	23%
Marża EBITDA w 2012 (%)	28%	28%
Zysk netto w roku	2010	2010
Dodatnie przepływy wolnych środków pieniężnych w roku	2010	2009
Spadek relacji nakładów inwestycyjnych do przychodów do 15% w roku	2011	2010
1 milion klientów usług szerokopasmowych w roku	2012	2012

Źródło: Netia SA

Wolne przepływy pieniężne

Zwracamy uwagę na poziom FCF generowanego przez spółkę w relacji do TPSA. W nowym budżecie zarząd deklaruje, że spółka osiągnie CAPEX na poziomie 15% przychodów w roku 2010. W naszych prognozach w kolejnych latach obniżamy ten poziom o kolejne 2 pkt. proc. Na bazie naszych prognoz oznacza to, że poziom EBITDY jaki spółka powinna reinwestować, aby utrzymać konkurencyjność wynosi ok. 60% (w br. wyniesie 86%). W przypadku TPSA poziom ten jest znacząco niższy (efekt skali i udziału telefonii komórkowej) nawet w okresie zwiększonych inwestycji związanych z porozumieniem z UKE. W efekcie FCF w relacji do EV w przypadku TP prezentuje się korzystniej w analizowanym okresie, również biorąc pod uwagę zakładaną istotną poprawę wyników Netii w kolejnych latach.

Poziom inwestycji w relacji do przychodów i EBITDA

	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
NETIA										
CAPEX/Sales	16%	21%	28%	23%	17%	15%	14%	13%	13%	13%
CAPEX/EBITDA	43%	82%	138%	152%	86%	71%	63%	57%	57%	57%
TPSA										
CAPEX/Sales	44%	21%	20%	14%	13%	17%	19%	19%	16%	15%
CAPEX/EBITDA	102%	51%	48%	34%	34%	43%	48%	47%	40%	38%

Prognozowane wolne przepływy pieniężne (FCF) w relacji do EV

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

*Źródło: DI BRE Banku SA, * na koniec 2009*

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	TV
Przychody ze sprzedaży	**1 487**	**1 525**	**1 629**	**1 722**	**1 757**	**1 742**	**1 747**	**1 773**	**1 788**	**1 807**	
zmiana	*33,7%*	*2,6%*	*6,8%*	*5,7%*	*2,0%*	*-0,9%*	*0,3%*	*1,5%*	*0,8%*	*1,1%*	
EBITDA	**289,0**	**323,5**	**359,3**	**392,6**	**403,1**	**396,5**	**396,5**	**397,3**	**391,9**	**392,0**	
marża EBITDA	*19,4%*	*21,2%*	*22,1%*	*22,8%*	*22,9%*	*22,8%*	*22,7%*	*22,4%*	*21,9%*	*21,7%*	
Amortyzacja	294,2	289,8	280,1	270,9	263,0	255,6	248,9	243,2	238,1	234,9	
EBIT	**-5,1**	**33,7**	**79,2**	**121,7**	**140,1**	**141,0**	**147,6**	**154,2**	**153,8**	**157,2**	
marża EBIT	*-0,3%*	*2,2%*	*4,9%*	*7,1%*	*8,0%*	*8,1%*	*8,4%*	*8,7%*	*8,6%*	*8,7%*	
Opodatkowanie EBIT	-1,0	6,4	15,1	23,1	26,6	26,8	28,0	29,3	29,2	29,9	
NOPLAT	**-4,2**	**27,3**	**64,2**	**98,6**	**113,5**	**114,2**	**119,5**	**124,9**	**124,5**	**127,3**	
CAPEX	-250	-229	-228	-224	-228	-226	-227	-230	-232	-235	
Kapitał obrotowy	-45	-22	-18	-2	1	3	2	0	1	2	
Pozostałe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
FCF	**-5,4**	**66,2**	**98,5**	**143,8**	**148,8**	**146,1**	**143,2**	**137,6**	**131,3**	**129,3**	**130,6**
WACC	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*10,6%*
współczynnik dyskonta	*94,7%*	*85,2%*	*76,7%*	*69,0%*	*62,1%*	*55,8%*	*50,2%*	*45,2%*	*40,7%*	*36,6%*	*33,1%*
PV FCF	-5,1	56,4	75,5	99,2	92,3	81,6	71,9	62,2	53,4	47,3	553,3
WACC	***11,2%***	***11,2%***	***11,2%***	***11,2%***	***11,2%***	***11,2%***	***11,2%***	***11,2%***	***11,2%***	***11,2%***	***10,6%***
Koszt długu	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*6,6%*
Stopa wolna od ryzyka	*6,2%*	*6,2%*	*6,2%*	*6,2%*	*6,2%*	*6,2%*	*6,2%*	*6,2%*	*6,2%*	*6,2%*	*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%*	*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%*	*0,0%*
Koszt kapitału własnego	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*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%*
Wartość rezydualna (TV)	1 360
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	498
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	635
Wartość firmy (EV)	1 133
Dług netto (+ środki ze sprzedaży P4)	-195
Inne aktywa nieoperacyjne	0
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy	1 328
Liczba akcji (mln.)	389,2
Wartość firmy na akcję (PLN)	**3,4**
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	*7,4%*
Cena docelowa	**3,7**
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	4,3
P/E('09) dla ceny docelowej	neg
Udział TV w EV	44%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-2,0%	**-1,0%**	**1,0%**	**3,0%**	**4,0%**
WACC +1,0pp	3,1	3,2	3,3	3,6	3,8
WACC +0,5pp	3,2	3,3	3,5	3,8	4,0
WACC	3,3	3,4	**3,7**	4,0	4,3
WACC -0,5pp	3,5	3,6	3,9	4,3	4,6
WACC -01,0pp	3,6	3,7	4,1	4,6	5,0

Wycena wskaźnikowa

		EV/EBITDA			EV/S			P/E		
	Cena	**2008**	**2009**	**2010**	**2008**	**2009**	**2010**	**2008**	**2009**	**2010**
C&W	1,5	6,6	4,7	3,9	1,2	1,0	0,9	21,8	13,1	10,6
TELE2	106,2	6,6	6,2	5,9	1,3	1,3	1,3	15,7	14,6	12,7
TISCALI	0,2	4,1	4,5	4,2	0,7	0,8	0,8	-	-	-
ILIAD SA	75,2	7,9	6,4	5,4	2,6	2,1	1,9	28,7	20,9	14,2
FASTWEB	19,6	5,4	5,2	4,9	1,7	1,6	1,5	-	40,2	18,6
Maksimum		7,9	6,4	5,9	2,6	2,1	1,9	28,7	40,2	18,6
Minimum		4,1	4,5	3,9	0,7	0,8	0,8	15,7	13,1	10,6
Mediana		**6,6**	**5,2**	**4,9**	**1,3**	**1,3**	**1,3**	**21,8**	**17,8**	**13,4**

		EV/EBITDA			EV/SALES			P/E		
(PLN)		**2008**	**2009P**	**2010P**	**2008**	**2009P**	**2010P**	**2008**	**2009P**	**2010P**
Implikowana wycena na akcję		3,4	4,3	4,5	4,3	5,5	5,6			
Waga roku		0%	50%	50%	0%	50%	50%	33%	33%	33%
Premia/dyskonto		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika			80%			20%			0%	
Wycena	**4,7**		4,4			5,6			0,0	

(PLN)	**Waga**	**Wycena**
Wycena wskaźnikowa	50%	4,7
Wycena DCF	50%	3,4
Wycena		4,0
Cena docelowa (9-mcy)		**4,3**

Dane o abonentach

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	**862,1**	**838,0**	**1 112,4**	**1 486,9**	**1 525,4**	**1 629,0**	**1 722,1**
zmiana	*-5,2%*	*-2,8%*	*32,7%*	*33,7%*	*2,6%*	*6,8%*	*5,7%*
Usługi bezpośrednie (ruch, abonament)	412,0	369,5	486,8	733,9	769,4	811,5	821,8
Usługi niebezpośrednie	50,5	54,2	56,8	68,2	66,8	65,5	64,2
Transmisja danych	171,5	242,2	371,6	513,8	524,9	587,0	666,9
Usługi hurtowe	150,3	111,0	71,9	75,5	71,7	75,3	79,1
Pozostałe	77,7	61,1	125,3	95,6	92,6	89,8	90,1
Koszty operacyjne, w tym	**1 203,4**	**941,9**	**1 212,1**	**1 492,1**	**1 491,7**	**1 549,8**	**1 600,3**
Wynagrodzenia	134,0	165,5	177,5	201,5	198,4	207,9	219,1
Amortyzacja	272,5	274,5	270,3	294,2	289,8	280,1	270,9
Rozliczenia międzyoperatorskie	213,3	159,9	218,5	191,4	176,8	174,0	172,3
Utrzymanie sieci	98,3	173,0	281,6	415,7	452,3	502,9	526,1
Pozostałe	195,1	168,9	264,1	389,4	374,5	384,9	411,9
Imparment	354,7						
Umożenie zobowiązań koncesyjnych	-64,5						
EBIT	**-341,4**	**-103,8**	**-99,7**	**-5,1**	**33,7**	**79,2**	**121,7**
zmiana	*-378,0%*	*30,4%*	*96,0%*	*5,2%*	*-655,6%*	*235,1%*	*153,7%*
marża EBIT	*-39,6%*	*-12,4%*	*-9,0%*	*-0,3%*	*2,2%*	*4,9%*	*7,1%*
Wynik na działalności finansowej	1,0	2,5	354,2	-6,2	11,9	16,0	19,9
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	-30,7	-165,2	-22,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	**-371,1**	**-266,6**	**231,9**	**-11,4**	**45,6**	**95,2**	**141,7**
Podatek dochodowy	7,2	2,3	1,3	0,0	8,2	17,1	25,5
Zysk netto	**-378,4**	**-269,5**	**230,6**	**-11,4**	**37,4**	**78,1**	**116,2**
zmiana	*-628,6%*	*71,2%*	*-85,6%*	*-4,9%*	*-328,9%*	*208,6%*	*148,8%*
marża	*-43,9%*	*-32,2%*	*20,7%*	*-0,8%*	*2,5%*	*4,8%*	*6,7%*
Amortyzacja	272,5	274,5	270,3	294,2	289,8	280,1	270,9
EBITDA	**221,3**	**170,7**	**170,6**	**289,0**	**323,5**	**359,3**	**392,6**
zmiana	*-34,7%*	*-22,9%*	*0,0%*	*69,4%*	*11,9%*	*11,1%*	*9,3%*
marża EBITDA	*25,7%*	*20,4%*	*15,3%*	*19,4%*	*21,2%*	*22,1%*	*22,8%*
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	389,2	389,2	389,2	389,2	389,2	389,2	389,2
EPSadj.	-0,1	-0,3	0,7	0,0	0,1	0,2	0,3
CEPSadj.	0,6	0,4	1,3	0,7	0,8	0,9	1,0
ROAEadj.	*-2,7%*	*-5,7%*	*13,8%*	*-0,6%*	*1,9%*	*3,9%*	*5,7%*
ROAAadj.	*-2,4%*	*-4,9%*	*11,6%*	*-0,5%*	*1,7%*	*3,5%*	*5,1%*

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	**2 155,4**	**2 070,7**	**2 283,5**	**2 211,1**	**2 241,1**	**2 276,4**	**2 324,3**
Majątek trwały	**1 846,8**	**1 869,6**	**1 870,6**	**1 822,5**	**1 761,7**	**1 709,7**	**1 662,9**
Rzeczowy majątek trwały	1 458,0	1 408,6	1 416,0	1 375,2	1 343,2	1 318,7	1 298,3
Wartości niematerialne i prawne	239,6	267,9	411,4	393,1	364,1	336,5	309,9
Pozostałe aktywa finansowe	7,8	5,9	7,0	7,1	7,3	7,4	7,6
Inwestycje długoterminowe	141,4	187,2	36,1	47,1	47,1	47,1	47,1
Majątek obrotowy	**308,5**	**201,0**	**412,9**	**388,5**	**479,5**	**566,6**	**661,4**
Środki pieniężne	164,4	57,7	195,4	195,0	282,6	357,4	440,5
RMK	10,2	13,1	35,2	23,3	23,4	24,7	25,9
Należności	132,3	127,4	177,3	165,2	169,5	181,0	191,3
Zapasy	1,6	2,9	5,1	5,0	4,0	3,5	3,7

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	**2 155,4**	**2 070,7**	**2 283,5**	**2 211,1**	**2 241,1**	**2 276,4**	**2 324,3**
Kapitał własny	**1 945,0**	**1 728,3**	**1 928,5**	**1 917,1**	**1 965,9**	**2 006,6**	**2 044,7**
Zobowiązania	**210,4**	**342,4**	**355,0**	**294,0**	**275,2**	**269,8**	**279,6**
Dług	0,0	94,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	168,3	219,5	296,4	217,3	197,8	191,7	200,8
Pozostałe zobowiązania	42,1	28,2	58,6	76,7	77,4	78,1	78,8
Dług	0,0	94,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-164,4	37,0	-195,4	-195,0	-282,6	-357,4	-440,5
(Dług netto / Kapitał własny)	*-8,5%*	*2,1%*	*-10,1%*	*-10,2%*	*-14,4%*	*-17,8%*	*-21,5%*
(Dług netto / EBITDA)	-0,7	0,2	-1,1	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1
BVPS	4,4	5,0	4,9	5,1	5,2	5,3	5,3

Przepływy operacyjne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	**227,7**	**217,9**	**169,7**	**237,3**	**305,0**	**340,3**	**385,1**
Zysk netto	-378,4	-269,5	230,6	-11,4	37,4	78,1	116,2
Amortyzacja	272,5	274,5	270,3	294,2	289,8	280,1	270,9
Kapitał obrotowy	8,7	45,7	19,9	-45,4	-22,1	-17,8	-1,8
Pozostałe	324,9	167,1	-351,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Przepływy inwestycyjne	**-305,9**	**-412,7**	**62,2**	**-246,0**	**-228,8**	**-228,1**	**-223,9**
Przepływy finansowe	**-17,9**	**88,1**	**-94,2**	**8,4**	**11,4**	**-37,4**	**-78,1**
Dług	13,0	88,1	-94,2	8,4	0,0	0,0	0,0
Dywidenda / buy-back	-50,3	0,0	0,0	0,0	11,4	-37,4	-78,1
Emisja akcji	19,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	**-96,0**	**-106,7**	**137,7**	**-0,3**	**87,5**	**74,8**	**83,2**
Środki pieniężne na koniec okresu	164,4	57,7	195,4	195,1	282,6	357,4	440,5
DPS (PLN)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
FCF	55,7	-34,4	-49,1	-5,4	66,2	98,5	143,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	*20,9%*	*28,1%*	*23,2%*	*16,8%*	*15,0%*	*14,0%*	*13,0%*

Wskaźniki

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	-4,5	-6,3	7,4	-149,1	45,3	21,7	14,6
P/CE	-14,5	344,1	3,0	5,3	4,3	3,7	3,2
P/BV	0,8	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
P/S	2,0	2,0	1,5	1,1	1,1	1,0	1,0
FCF/EV	*3,6%*	*-2,0%*	*-3,3%*	*-0,4%*	*4,7%*	*7,4%*	*11,4%*
EV/EBITDA	6,9	10,2	8,8	5,2	4,4	3,7	3,2
EV/S	1,8	2,1	1,3	1,0	0,9	0,8	0,7
DYield	*3,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*-0,7%*	*2,2%*	*4,6%*
Cena (PLN)	**4,4**						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	389,2	389,2	389,2	389,2	389,2	389,2	389,2
MC (mln PLN)	1696,8	1696,8	1696,8	1696,8	1696,8	1696,8	1696,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
EV (mln PLN)	1 532,3	1 733,8	1 501,4	1 501,7	1 414,2	1 339,4	1 256,2

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:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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

„Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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 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.
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 miedzy 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 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	Trzymaj
data wydania	2009-08-05	2009-08-06
kurs z dnia rekomendacji	4,18	4,13
WIG w dniu rekomendacji	35363,92	34676,38