



# RAPORT ANALITYCZNY

## Telekomunikacja Polska S.A.

telekomunikacja

ISSN 1508-308X

Warszawa, 30.04.03

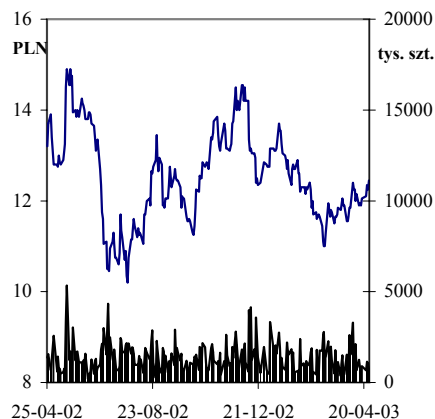
### Z widmem liberalizacji rynku w tle

Wprowadzenie przez TPSA rzeczywistego czasu rozliczania rozmów lokalnych będzie miało mniej negatywny wpływ na wyniki spółki niż pierwotnie zakładaliśmy, co skłania nas do weryfikacji prognozy przychodów ze sprzedaży operatora na rok 2003 z 18,2 mld PLN do 18,6 mld PLN. Jednocześnie podwyższamy prognozę zysku operacyjnego o 3,3% oraz zysku netto o 12%. Spodziewamy się, że skonsolidowana marża EBITDA wzrośnie do 42,4%, m.in. dzięki prowadzonej w spółce restrukturyzacji oraz poprawie wyników operacyjnych Centertela, wykorzystującego efekt skali prowadzonej działalności.

Podtrzymujemy rekomendację akumuluj z ceną docelową 16,2 PLN (DCF). Na bazie metody porównawczej implikowana wartość jednej akcji wynosi 14,1 PLN, co w krótkim okresie pozostawia 11% potencjał wzrostu.

Dominującą pozycję TPSA na rynku telefonii stacjonarnej (95% połączeń międzystrefowych, 99% połączeń wychodzących w ruchu międzynarodowym) nadal podtrzymuje Regulator, czego konsekwencją jest niewielka presja na obniżkę cen połączeń oraz utratę ruchu telekomunikacyjnego na rzecz konkurentów. Oczekujemy, że od połowy 2004 roku TPSA zacznie dotkliwiej odczuwać działania konkurencji, co będzie efektem m.in. wejścia w życie znowelizowanego prawa telekomunikacyjnego. Naszym zdaniem obecna cena akcji spółki zawiera jednak zbyt agresywny scenariusz dotyczący spadku cen i szybkiej utraty udziału rynkowego TPSA, co byłoby możliwe jedynie przy zasadniczej zmianie nastawienia Regulatora. Dopóki Skarb Państwa pozostaje znaczącym akcjonariuszem TPSA nie oczekujemy takiej zmiany. Ponadto jak pokazuje przykład połączeń międzystrefowych i międzynarodowych ustanowienie prawa to zbyt mało, aby zaistniała realna konkurencja. Naszym zdaniem w tym otoczeniu Zarząd TPSA dobrze wykorzystuje ofiarowany przez Regulatora czas na restrukturyzację spółki.

W ciągu ostatnich dwóch miesięcy akcje TPSA zachowywały się gorzej niż akcje spółek sektora telekomunikacyjnego, co jest konsekwencją ryzyka: podaży akcjami ze strony Skarbu Państwa oraz deprecjacji złotego, która negatywnie wpłynie na wyniki spółki w pierwszym kwartale. Ponadto akcje TPSA, jako dające największą ekspozycję na rynek polski, wyprzedawane były przez część inwestorów zagranicznych ze względu na ryzyko polityczne. Podczas gdy dwa ostatnie elementy nie powinny już wpływać na kurs, ryzyko podaży akcji nadal istnieje.



### Rekomendacja AKUMULUJ

<b>Cena</b>	<b>12,70</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>16,20</b>

### Podstawowe dane

Ilość akcji (mln. szt.)	1 400
Free float	34,6%
Kapitalizacja (mln. zł)	17 780

### Struktura akcjonariatu

France Telecom	33,93%
Skarb Państwa/Kom. Węglowa	17,92%
Kulczyk Holding	13,57%
Posiadacze GDR	9,99%
Pozostali akcjonariusze	24,59%

### Analicycy

Michał Marczak  
tel (22) 697 47 38  
fax (22) 697 47 43  
[michal.marczak@breinwest.com.pl](mailto:michal.marczak@breinwest.com.pl)

Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-490 Warszawa, skr. poczt. 21

[www.brebrokers.com.pl](http://www.brebrokers.com.pl)

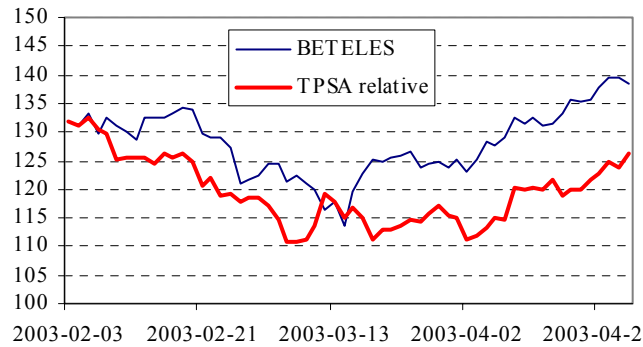
	Sprzedaż	EBIT	Zysk netto	Cash earn.	Cena	EPS	P/E	BVPS	P/BV	CEPS	P/CE	EV/EBDIT
	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[zł]	[zł]		[zł]		[zł]		
2000	15 879	3 023	1 331	4 399	12,7	1,0	13,4	8	1,6	3,1	4,0	4,8
2001	17 331	2 030	686	3 913	12,7	0,5	25,9	8	1,5	2,8	4,5	5,6
2002	18 001	2 873	840	5 127	12,7	0,6	21,2	9	1,4	3,7	3,5	4,6
2003P	18 693	3 259	980	5 700	12,7	0,7	18,1	10	1,3	4,1	3,1	4,1
2004P	19 115	3 486	1 407	6 006	12,7	1,0	12,6	11	1,2	4,3	3,0	3,8

UWAGA: P - prognoza Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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.

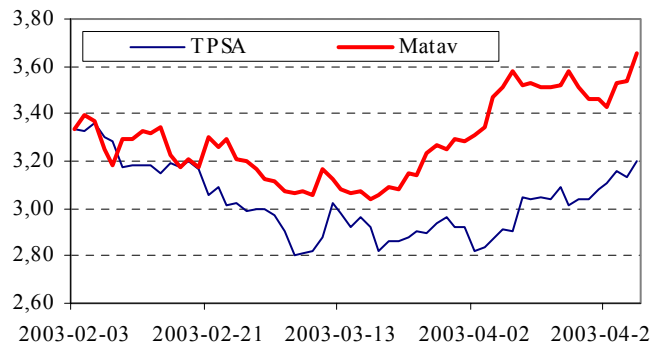


Akcje TPSA na tle indeksu branżowego (ceny w Euro)



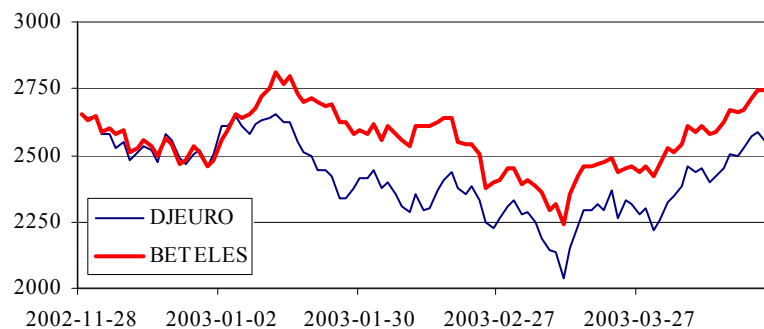
Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie Bloomberg

Akcje TPSA na tle Matav i SPT (ceny w Euro)



Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie Bloomberg

Indeks spółek telekomunikacyjnych na tle szerokiego indeksu



Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie Bloomberg



## Wycena

Wycenę akcji spółki przygotowaliśmy w oparciu o metodę DCF (16,2 PLN) i metodę porównawczą (14,1 PLN). Jako cenę docelową przyjmujemy wycenę uzyskaną z modelu DCF. W krótkim okresie, spółka posiada 12% potencjał wzrostu wynikający z niedowartościowania w stosunku do spółek działających w krajach EMEA.

### Metoda porównawcza

	EV/EBITDA			EV/Przychody			marża EBITDA		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
<b>EMEA</b>									
SPT	4,6	4,8	4,7	2,3	2,3	2,2	50%	47%	48%
Hellenic Telekom	4,6	4,2	4,1	1,9	1,6	1,6	41%	39%	39%
Matav	5,6	5,3	5,1	2,1	2,1	2,0	39%	39%	38%
Portugal Telecom	6,2	6,2	6,1	2,5	2,5	2,4	40%	40%	40%
TPSA	4,6	4,2	4,1	1,8	1,8	1,8	40%	42%	43%
<b>Średnia</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>			
<b>Najwięksi w UE</b>									
BT	5,1	5,0	4,8	1,5	1,5	1,5	30%	31%	31%
DT	7,5	6,9	6,3	2,3	2,1	2,0	30%	31%	32%
FT	6,8	6,7	6,0	2,0	2,0	1,9	30%	30%	32%
KPN	6,9	6,8	6,4	2,3	2,3	2,3	34%	35%	36%
TDC	4,5	4,5	4,3	1,2	1,2	1,2	27%	27%	28%
TI	4,4	4,4	4,2	2,0	2,0	1,9	45%	45%	46%
TELEFONICA	6,7	6,8	6,6	2,7	2,8	2,7	40%	41%	41%
<b>AVERAGE</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>			

### Implikowana wycena TPSA na bazie średniej dla

EMEA	14,1	Uzasadniona premia / dyskonto w wycenie -10%
Matav, SPT	14,6	
Najwięksi w UE	18,8	

Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku S.A.

Do wyceny metodą porównawczą przyjęliśmy średni poziom wskaźnika EV/EBITDA w 2003 roku dla operatorów funkcjonujących na rynkach EMEA. Dodatkowo przy wycenie TPSA przyjęliśmy 10% dyskonto, które naszym zdaniem uzasadnia niższa zyskowność netto spółki, wyższy poziom zadłużenia oraz niższy udział w lokalnym rynku telefonii komórkowej.

Przy takich założeniach wartość jednej akcji TPSA szacujemy na 14,1 PLN, co oznacza, że przy obecnym poziomie cenowym potencjał wzrostu akcji spółki wynosi 12%.

### Model DCF

Szczegółowe założenia dotyczące modelu DCF przedstawia poniższa tabela. Na ich podstawie wartość jednej akcji TPSA szacujemy w przedziale 15,6-16,8 PLN. Przedział waluacji wynika z różnej metody obliczania wartości rezydualnej (TV). W pierwszym przypadku została ona wyznaczona w oparciu o wzrost FCF w nieskończoności na poziomie 2,5%. W drugim przypadku przyjęliśmy mnożnik EBITDA 2010 równy prognozowanemu mnożnikowi EV/EBITDA dla sektora (spółki prezentowane w wycenie porównawczej – najwięksi operatorzy) na poziomie 5,7. Ostateczną wycenę wyznacza średnia przedziału równa 16,2 PLN.



Model DCF

(mln PLN)	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Telefonia stacjonarna</b>	<b>14 842</b>	<b>14 683</b>	<b>14 080</b>	<b>14 055</b>	<b>14 345</b>	<b>14 767</b>	<b>15 157</b>	<b>15 572</b>
<i>Abonament i instalacje</i>	4 206	4 530	4 547	4 658	4 863	5 223	5 572	5 951
<i>Połączenia telefoniczne</i>	7 379	6 546	5 715	5 340	5 197	5 104	5 013	4 935
<i>Interkonekt</i>	951	1 081	1 090	1 100	1 147	1 193	1 211	1 207
<i>Dzierżawa łączy i transmisja danych</i>	1 010	1 212	1 394	1 603	1 763	1 851	1 944	2 041
<i>Pozostałe</i>	1 296	1 315	1 335	1 355	1 375	1 396	1 417	1 438
<b>Telefonia komórkowa</b>	<b>4 484</b>	<b>5 266</b>	<b>5 857</b>	<b>6 204</b>	<b>6 567</b>	<b>6 744</b>	<b>6 921</b>	<b>7 098</b>
<b>Pozostałe spółki</b>	<b>176</b>	<b>187</b>	<b>201</b>	<b>218</b>	<b>226</b>	<b>235</b>	<b>245</b>	<b>255</b>
<b>Wyłączenia konsolidacyjne</b>	<b>907</b>	<b>1 159</b>	<b>1 230</b>	<b>1 241</b>	<b>1 379</b>	<b>1 383</b>	<b>1 384</b>	<b>1 420</b>
<b>ŁĄCZNE PRZYCHODY</b>	<b>18 596</b>	<b>18 977</b>	<b>18 909</b>	<b>19 236</b>	<b>19 759</b>	<b>20 364</b>	<b>20 938</b>	<b>21 504</b>
<i>zmiana</i>	3,3%	2,1%	-0,4%	1,7%	2,7%	3,1%	2,8%	2,7%
Wynagrodzenia	3 205	3 201	3 234	3 319	3 439	3 575	3 707	3 840
Interkonekt	1 811	1 844	1 863	1 912	1 982	2 060	2 136	2 213
Usługi obce	3 243	3 255	3 288	3 375	3 497	3 635	3 770	3 905
Pozostałe koszty bez amortyzacji	2 121	2 550	2 576	2 644	2 739	2 848	2 953	3 059
<b>ŁĄCZNI KOSZTY OPERACYJNE</b>	<b>10 379</b>	<b>10 850</b>	<b>10 962</b>	<b>11 249</b>	<b>11 657</b>	<b>12 118</b>	<b>12 568</b>	<b>13 018</b>
<i>zmiana</i>	1,8%	4,5%	1,0%	2,6%	3,6%	4,0%	3,7%	3,6%
Wynik na pozostałej działalności oper.	-325	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
<b>EBITDA</b>	<b>7 891</b>	<b>8 027</b>	<b>7 847</b>	<b>7 887</b>	<b>8 003</b>	<b>8 145</b>	<b>8 271</b>	<b>8 387</b>
<i>zmiana</i>	10,2%	1,7%	-2,2%	0,5%	1,5%	1,8%	1,5%	1,4%
<i>marża</i>	42,4%	42,3%	41,5%	41,0%	40,5%	40,0%	39,5%	39,0%
<b>Amortyzacja</b>	<b>4 720</b>	<b>4 595</b>	<b>4 449</b>	<b>4 331</b>	<b>4 291</b>	<b>4 269</b>	<b>4 360</b>	<b>4 455</b>
<b>EBIT</b>	<b>3 171</b>	<b>3 432</b>	<b>3 398</b>	<b>3 556</b>	<b>3 711</b>	<b>3 876</b>	<b>3 910</b>	<b>3 932</b>
<i>zmiana</i>	10,4%	8,2%	-1,0%	4,6%	4,4%	4,4%	0,9%	0,5%
<i>marża</i>	17,1%	18,1%	18,0%	18,5%	18,8%	19,0%	18,7%	18,3%
Amortyzacja	4 720	4 595	4 449	4 331	4 291	4 269	4 360	4 455
NOPLAT	2 315	2 540	2 515	2 703	2 895	3 023	3 050	3 067
CAPEX	4 500	4 385	4 182	4 247	4 747	4 880	5 006	5 131
CWC	577	344	238	249	260	271	274	275
FCF	1 959	2 406	2 544	2 537	2 179	2 141	2 130	2 116
<b>DFCF</b>	<b>1 789</b>	<b>2 008</b>	<b>1 939</b>	<b>1 767</b>	<b>1 386</b>	<b>1 244</b>	<b>1 131</b>	<b>1 026</b>
<b>WACC</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>

	Prog.	TV
Perp gr / EBITDA x	2,5%	5,9
PV TV	24 461	26208
DFCF	12 290	12 290
Dług netto	14 969	14 969
Wycena	21 782	23 529
Wycena na akcje	15,6	16,8

	Prog.	TV
Beta	1,2	1,1
Stopa podatkowa	27%	22%
Premia za ryzyko	5,5%	5,0%
Stopa wolna od ryzyka	6,5%	5,0%
Koszt długu (po opodatkowaniu)	5,8%	4,7%
Dług / Kapitał własny	50%	40,0%
<b>WACC</b>	<b>9,5%</b>	<b>8,2%</b>



## Czynniki ryzyka

### Podaż akcji ze strony Skarbu Państwa ciągle realna

Skarb Państwa oficjalnie potwierdził, że przekazał Kompanii Węglowej 43,86 mln akcji TPSA, reprezentujących 3,13% kapitału spółki. Umowa zawarta pomiędzy stronami ogranicza możliwość sprzedaży akcji przez Kompanię bez zgody Skarbu Państwa. Obecnie akcje te stanowią zabezpieczenie kredytu bankowego.

Biorąc pod uwagę katastrofalną sytuację finansową Kompanii istnieje ryzyko, że wzrost cen akcji TPSA zostanie wykorzystany do ich upłynnienia i spłaty zobowiązań węglowej spółki. Dla KW z jednej strony oznacza to oszczędności w wysokości płaconych odsetek, z drugiej Kompania dysponowałaby kwotą ok. 500 mln PLN w gotówce, a nie jak obecnie jedynie 250 mln PLN (wysokość udzielonego kredytu równa się połowie wartości akcji TPSA). Kłopoty z płynnością finansową KW mogą stać się czynnikiem przyspieszającym transakcję. Naszym zdaniem kontrola transakcji przez Skarb Państwa daje gwarancję, że podaż nie trafi bezpośrednio na rynek. Istnieje natomiast prawdopodobieństwo przyspieszonego book-buildingu i skierowania oferty do wybranych inwestorów, jak miało to miejsce w przypadku akcji będących w posiadaniu BGŻ i BGK. Rynek powinien być przygotowany na taką ewentualność jeszcze przed końcem roku. Wraz z poprawą sytuacji na GPW prawdopodobieństwa takiego scenariusza wzrasta.

Z informacji przekazanych przez TPSA wynika, że France Telecom posiada opcję zakupu 10% akcji operatora w ofercie publicznej, która może zostać przeprowadzona na przełomie roku. Jeżeli doszłoby do takiej transakcji pozostali inwestorzy mogliby objąć maksymalnie 111 mln akcji spółki (w połączeniu z akcjami sprzedawanymi przez KW, przy obecnych cenach wartość transakcji wynosi 1,3 mld PLN/330 mln USD), co ostatecznie wyeliminowałoby Skarb Państwa z jej akcjonariatu a tym samym zlikwidowało ważny czynnik ryzyka.

### Oczekiwane zmiany w akcjonariacie TPSA w najbliższych dwóch latach (ceny bieżące, z wyjątkiem opcji KH)

	stan obecny		zmiana						stan końcowy	
	akcje*	udział	Oferta KW		Oferta SP**		Opcja KH		akcje*	udział
			akcje*	mln PLN	akcje*	mln PLN	akcje*	mln PLN		
France Telecom (FT)	475,0	33,9%			140,0	1 680,0	190,0	8 075,0	805,0	57,5%
Skarb Państwa (SP)	207,1	14,8%			-207,1				0,0	0,0%
Kulczyk Holding (KH)	190,0	13,6%					-190,0		0,0	0,0%
Komp. Węglowa (KW)	43,9	3,1%	-43,9						0,0	0,0%
Pozostali akcjonariusze	484,0	34,6%	43,9	526,3	67,1	805,4			595,0	42,5%

\* mln sztuk, \*\* FT, zgodnie z posiadaną opcją obejmuje 10% akcji TPSA

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Zgodnie z umową zawartą pomiędzy Kulczyk Holding a France Telecom, od października 2003 polski udziałowiec może odsprzedać (opcja put) cały posiadany pakiet stronie francuskiej, po cenie jednostkowej równej cenie nabycia akcji powiększonej o wartość pieniądza w czasie i pomniejszonej o dywidendy. Wg FT jest to obecnie kwota 1,9 mld Euro. Udział FT w ofercie publicznej, zgodnie z posiadaną opcją call, oznacza konieczność przeznaczenia na kolejne 400 mln Euro (12 PLN za akcje). Biorąc pod uwagę obecną sytuację finansową FT i przyjętą strategię redukcji długu jako jej kluczowego elementu, realizacja przedstawionego scenariusza (partycypowanie FT w ofercie SP i nabycie akcji od KH) wcale nie jest pewna.

Wyjścia Skarbu Państwa z akcjonariatu spółki może również oznaczać, że URTiP przestanie ochraniać pozycję rynkową TPSA, co ostatecznie wpłynie na spadek przychodów spółki i pogorszenie wyników operacyjnych. Poniżej przedstawiamy potencjalny wpływ takiego scenariusza na jej wycenę.



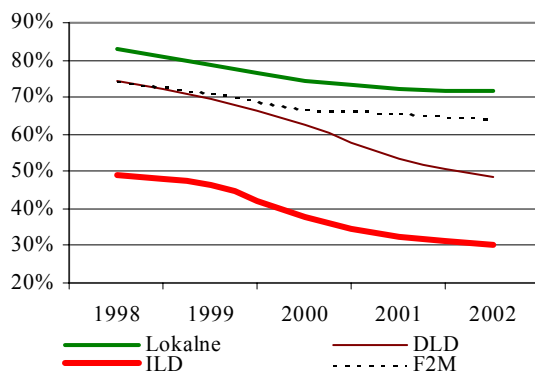
### Liberalizacja rynku dla TPSA oznacza:

- utratę ruchu telekomunikacyjnego na rzecz konkurencji
- spadek cen połączeń
- wzrost przychodów z interkonektu
- wzrost ruchu telekomunikacyjnego całego rynku

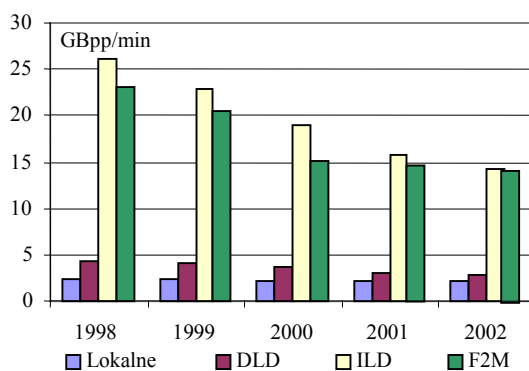
Obecnie trudno przewidzieć jak szybko dojdzie do rzeczywistej liberalizacji rynku telekomunikacyjnego, tj. jak długo TPSA utrzyma swoją kwazimonopolistyczną pozycję. Dotychczasowe działania organów wpływających na kształt rynku wskazują, że w perspektywie roku sytuacja nie ulegnie poważniejszej zmianie, choć co jakiś czas na rynek będą napływały informacje o niekorzystnych dla TPSA zmianach przepisów i coraz agresywniejszych działaniach konkurencji. Wg naszych prognoz TPSA zacznie w istotniejszy sposób tracić udział rynkowy od połowy 2004 roku.

Analizując przyszłą pozycję rynkową TPSA i przychody generowane z podstawowej działalności najczęściej odwołujemy się do przykładu rynków telekomunikacyjnych w innych krajach europejskich, gdzie proces ten rozpoczął się wcześniej i postępował szybciej. Z porównania tego wyniku, że w najbliższych 3-4 latach TPSA powinna stracić ok. 30-40% rynku usług głosowych, przede wszystkim w połączeniach międzystrefowych i międzynarodowych. Wymienione rodzaje połączeń nadal cechują się wysokimi marżami, które wraz z pojawieniem się konkurencji i spadkiem cen będą się kurczyły.

Udział British Telecom w poszczególnych segmentach rynku usług głosowych



Spadek cen połączeń w Wielkiej Brytanii



Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie Oftel

Powyższe wykresy przedstawiają wpływ liberalizacji rynku na pozycje narodowego operatora i na kształtowanie się cen połączeń na przykładzie najbardziej otwartego rynku w Europie – rynku w Wielkiej Brytanii. Należy przy tym podkreślić, że proces jego liberalizacji rozpoczął się już w roku 1992, co oznacza, że przedstawiony kształt rynku formował się w ciągu dziesięciu lat.

W latach 1998-2002 średnie ceny w połączeniach na telefony komórkowe (F2M), międzystrefowych i międzynarodowych w WB spadły odpowiednio o 38%, 34% i 46%. Znacznie mniej, bo zaledwie o 9% potaniały połączenia lokalne (najślabza konkurencja). W tym czasie BT systematycznie tracił udział rynkowy, który w segmencie połączeń międzynarodowych spadł do zaledwie 30%. Wielkość rynku połączeń długodystansowych w WB jest na tyle atrakcyjna, że pojawili się na nim m.in. tacy operatorzy jak Worldcom czy Viatel.

Spadkowi cen połączeń towarzyszył jednak dynamiczny wzrost ruchu. W omawianym okresie dla połączeń międzystrefowych i międzynarodowych wzrósł on odpowiednio o 21% i 39%. Należy przy tym podkreślić, że wzrost ten nastąpił pomimo gwałtownego wzrostu liczby abonentów telefonii komórkowej (w omawianym okresie +37 milionów), która częściowo kanibalizuje ruch



telefonii stacjonarnej. Jak wynika z przedstawionych danych telefonia komórkowa wpłynęła na spadek ruchu jedynie w połączeniach lokalnych (20%). Pomimo tego, uwzględniając dynamiczny wzrost wolumenów w połączeniach F2M oraz elastyczność cenową rynku połączeń długodystansowych rynek jako całość wzrósł w omawianym okresie o 5,6%. Po uwzględnieniu spadku cen połączeń we wszystkich segmentach rynek opisany wartościowo skurczył się o 2%.

**Ruch telekomunikacyjny w sieciach operatorów telefonii stacjonarnej w Wielkiej Brytanii**

(mld. min.)	1998	1999	2000	2001	2002	2002/1998
Lokalne	90 079	90 991	87 101	79 496	74 953	-17%
DLD	43 465	46 518	48 902	52 847	54 476	25%
ILD	5 497	6 048	7 078	7 751	7 935	44%
F2M	3 837	5 638	9 031	12 096	13 579	254%

Źródło: Oftel

**Ruch telekomunikacyjny w sieciach operatorów telefonii stacjonarnej w Wielkiej Brytanii w przeliczeniu na abonenta**

min./mies.	1998	1999	2000	2001	2002	2002/1998
Lokalne	248	247	233	211	199	-20%
DLD	120	127	131	140	145	21%
ILD	15	16	19	21	21	39%
F2M	11	15	24	32	36	241%

Źródło: Oftel

Przedstawione trendy powinny znaleźć odzwierciedlenie również w polskich realiach, choć w krótkim okresie barierą do wzrostu wolumenów będzie sytuacja makroekonomiczna. Wraz z przyspieszeniem wzrostu PKB ruch telekomunikacyjny w poszczególnych segmentach rynku powinien rosnąć. Uważamy, że w polskich warunkach nadal możliwy jest wzrost wolumenów zarówno dzięki wzrostowi liczby abonentów jak i wzrostowi ruchu w przeliczeniu na abonenta. W drugim przypadku poniższa tabela prezentuje jak istotne są różnice w wielkości ruchu w poszczególnych rodzajach połączeń w przeliczeniu na statystycznego abonenta PSTN.

**Ruch telekomunikacyjny w sieci TPSA, Deutsche Telekomu oraz na rynku brytyjskim w 2002 roku**

	TPSA	Deutsche Telekom	Wielka Brytania	DT/TPSA	WB/TPSA
Ruch telekomunikacyjny w bln. min.					
Lokalne	18,7	98,7	75,0		
DLD	3,3	44,1	54,5		
ILD	0,4	4,2	7,9		
F2M	1,8	8,6	13,6		
Abonenci PSTN	10,0	28,9	31,3		
Ruch telekomunikacyjny w min. na abonenta miesięcznie					
Lokalne	156	285	199	83%	28%
DLD	27	127	145	364%	429%
ILD	3	12	21	281%	564%
F2M	15	25	36	62%	136%

Źródło: Dane operatorów



Niższy poziom ruchu telekomunikacyjnego w przeliczeniu na abonenta w sieci TPSA to efekt m.in. relatywnie (w stosunku do siły nabywczej społeczeństwa) i nominalnie wyższych cen u polskiego operatora nawet w relacji do rynku w WB. Obecny, nominalny poziom cen odpowiada cenom oferowanym przez BT w roku 1998 (w ujęciu nominalnym).

#### Porównanie efektywnej ceny za minutę połączenia w sieci TPSA i średniego poziomu w WB

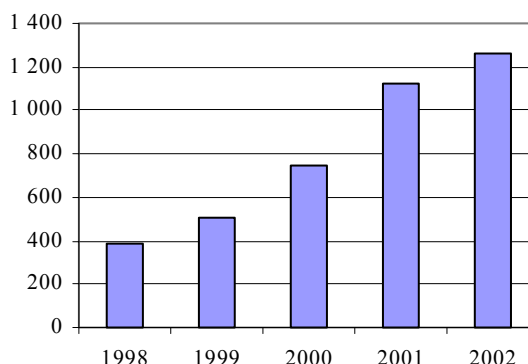
PLN/min.	TPSA	WB	TPSA2006P*
Lokalne	0,17	0,14	0,15
DLD	0,34	0,17	0,15
ILD	1,63	0,86	0,52
F2M	1,33	0,87	0,52

\* prognoza DI BRE Banku S.A.

Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie Oftel

BT traci udział w rynku połączeń stacjonarnych pomimo, że w dalszym ciągu posiada ok. 90% abonentów (podobnie jak TPSA w Polsce). Odbywa się to na zasadzie preselekcji operatora, co formalnie możliwe jest również w Polsce w połączeniach międzystrefowych i międzynarodowych (wraz z wejściem w życie nowej ustawy telekomunikacyjnej również w połączeniach lokalnych i F2M). W ten sposób operatorzy alternatywni bez wielomilionowych inwestycji uzyskują dostęp do klienta i stosunkowo szybko są w stanie odebrać rynek dotychczasowemu monopolistom. Z drugiej strony część utraconych przychodów powraca do BT w formie interkonektu. Ponadto spadek cen połączeń BT częściowo rekompensował wzrostem opłat abonamentowych.

#### Przychody z interkonektu BT od operatorów telefonii stacjonarnej



Źródło: Oftel

#### Alternatywna wycena TPSA

Szybsza liberalizacja rynku telekomunikacyjnego niż założyliśmy w naszym modelu bazowym będzie miała negatywny wpływ na wycenę spółki. Poniżej przedstawiamy wariant zakładający, że w ciągu najbliższych 3,5 roku TPSA straci więcej rynku a ceny połączeń spadną szybciej niż w wariantcie bazowym.



Wycena TPSA na bazie modelu DCF w wariacie bazowym i pesymistycznym

	wariant pesymistyczny	wariant bazowy
<b>Udział w rynku (połączenia)</b>		
Lokalne	75%	83%
DLD	66%	73%
ILD	67%	74%
F2M	71%	79%
<b>Zmiana cen 2006/2002</b>		
Lokalne	-19%	-13%
DLD	-60%	-57%
ILD	-73%	-63%
F2M	-70%	-59%
<b>Marża EBITDA</b>	38,0%	41,0%
<b>Wycena (DCF)</b>	<b>11,4</b>	<b>16,2</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A.



## Telefonia stacjonarna

Spadek ruchu telekomunikacyjnego w sieci TPSA, niższe ceny połączeń oraz zmniejszenie przychodów z radiotelekomunikacji i interkonektu to główne przyczyny spadku przychodów spółki w roku 2002 w segmencie telefonii stacjonarnej o 600 mln PLN w stosunku do wyniku z roku 2001.

### Struktura jednostkowych przychodów TPSA

	2002	2001	zm. %
Usługi telefonii stacjonarnej	12 306	12 537	-2%
Interkonekt	1 070	1 247	-14%
Karty i żetony	351	373	-6%
Dzierżawa łączy	458	518	-11%
Radiotelekomunikacja	178	331	-46%
Transmisja danych	384	284	35%
Inne	119	181	-34%
Razem	14 867	15 470	-4%

Źródło: TPSA

Wraz z wprowadzeniem nowych stawek abonamentu za usługi głosowe oraz rosnącym popytem na ofertę TPSA związaną z dostępem do internetu poprzez ISDN, SDI i ADSL zmienia się struktura przychodów z telefonii stacjonarnej. Niższe wpływy z połączeń telefonicznych rekompensowane są wyższymi przychodami z abonamentu. Udział abonamentu w przychodach z telefonii stacjonarnej (wg MSR) wzrósł z 29% w 2001 do 31% w 2002. Tendencja ta będzie pogłębiała się w kolejnych latach, m.in. dzięki rozwojowi dostępu do internetu poprzez Neostredę. Przy założeniu, że TPSA zdecyduje się na obniżenie miesięcznej opłaty do 150 PLN za łącze ADSL a spółka sprzeda zakładane na ten rok przez Zarząd 270 tys. dostępów, kwartalne przychody z tego tytułu wzrastają do 122 mln PLN. Pozwoli to na zmniejszenie ujemnego wpływu spadających przychodów z usług głosowych.

Spadające przychody z interkonektu to efekt obniżenia stawek w ruchu z telefonią komórkową oraz spadek ruchu telekomunikacyjnego przychodzącego do Polski, który w znaczącym stopniu (ok. 25%) przejęty został przez VIOP. Istotne znaczenie ma również fakt, że niezależni operatorzy stacjonarni utworzyli bezpośrednie punkty styku z sieciami komórkowymi. W roku bieżącym spodziewamy się dalszego pogłębienia spadkowej tendencji.

To w jakim tempie TPSA będzie traciła przychody z usług głosowych w głównej mierze zależy od stanowiska Regulatora względem spółki. Obecne zapisy w prawie telekomunikacyjnym pozostawiają TPSA możliwość dalszego niedopuszczania konkurencji na rynku połączeń międzystrefowych, międzynarodowych jak również lokalnych i F2M (Nowa Ustawa dopuszcza konkurencję w wymienionych obszarach usług głosowych). Utrzymanie obecnej powściągliwości URtIP przy wywieraniu wpływu na TPSA, przede wszystkim w kwestii wystawiania rachunków niezależnych operatorów na fakturze TPSA, pozwala na zrekompensowanie niższych przychodów z usług głosowych wpływami z telefonii komórkowej a w przyszłości z szerokopasmowego dostępu do internetu. Naszym zdaniem nie nastąpi skokowy spadek przychodów spółki, który znacząco obniżyłby wynik EBITDA.

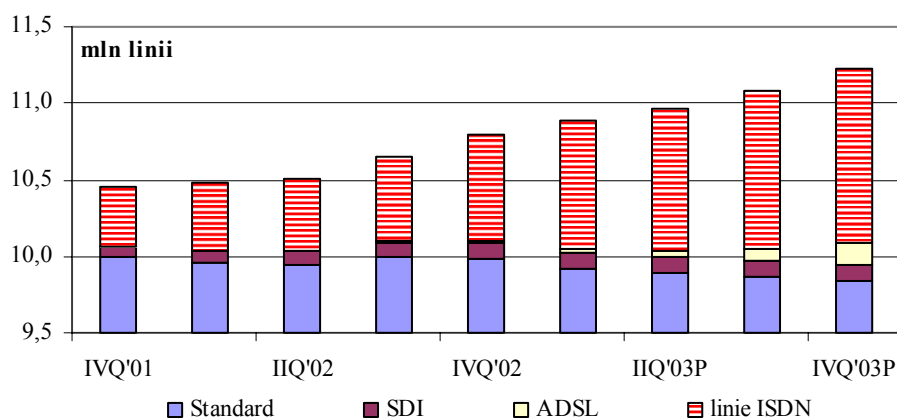
Należy również pamiętać, że docelowe otwarcie rynku usług głosowych nie oznacza dla TPSA całkowitej utraty przychodów, z których ok. 1/3 „powróci” do spółki w postaci interkonektu (to TPSA jest właścicielem dostępu do abonenta).



### Abonenci

W 2002 roku TPSA powiększyła liczbę abonentów o 342 tys., do poziomu 10,192 mln. Wzrost to przede wszystkim wpływ zwiększenia liczby klientów korzystających z usługi ISDN oraz szerokopasmowego dostępu do internetu (SDI, ADSL). W segmencie usług głosowych pomimo pozyskania przez operatora ok. 200 tys. nowych abonentów w oparciu o technologię NMT, ich łączna liczba zmniejszyła się o 15 tys., na co wpływ miała przede wszystkim: sytuacja makroekonomiczna w kraju oraz konkurencja ze strony telefonii komórkowej i operatorów alternatywnych (przede wszystkim Telefonii Lokalnej i w mniejszym stopniu Netii – w segmencie klientów biznesowych).

### Abonenci telefonii stacjonarnej



Źródło: DI BRE Banku S.A., TPSA

W roku 2003 oczekujemy, że utrzyma się wysoka dynamika połączeń linii ISDN. Ich udział w łącznej liczbie łączy wzrośnie z 6,4% na koniec 2002 roku do 10,1% na koniec br. i 13,1% w 2004 roku. Podobnie jak w 2002 roku segment ten będzie głównym czynnikiem napędzającym wzrost liczby abonentów. W przypadku linii standardowych oczekujemy dalszego spadku ich liczby, choć zakładamy, że w drugim półroczu negatywne tendencje będą stopniowo wyhamowywały, na co wpływ będą miały:

- poprawa sytuacji makroekonomicznej
- mniejsza presja konkurencyjna ze strony Telefonii Lokalnej, która nie ma już środków finansowych na dalszą ekspansję i „podbieranie” klientów TPSA
- stymulowanie popytu dzięki ofercie ADSL (osoba chcąca skorzystać z Neostrady musi być abonentem usług głosowych)

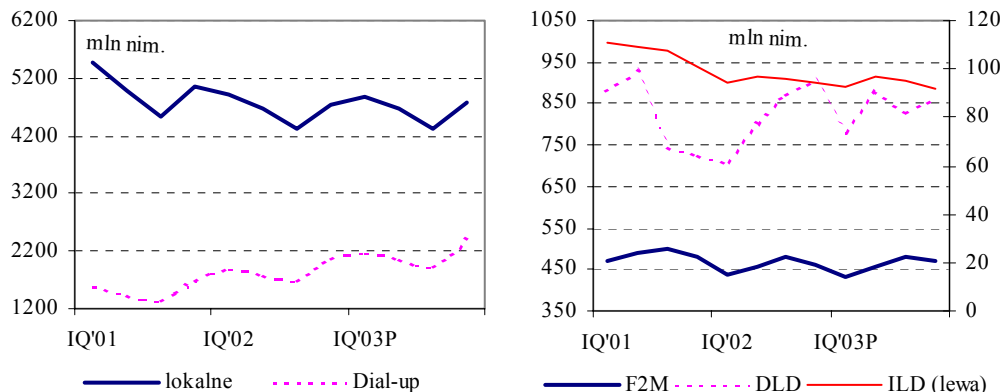
Spółka przedstawiła plany dotyczące sprzedaży dostępu do internetu poprzez Neostradę, który wg naszych ocen będzie jednym z głównych obszarów wzrostu przychodów TPSA w najbliższych latach. Wg Zarządu liczba abonentów tej usługi ma wzrosnąć na koniec roku do 270 tys., przede wszystkim dzięki usunięciu problemów technicznych oraz wznowieniu akcji marketingowej. Naszym zdaniem osiągnięcie założonego poziomu możliwe będzie jedynie, gdy TPSA zmieni politykę cenową. Obecnie usługa a szczególnie instalacja Neostrady są zbyt drogie. Plany Zarządu w tej kwestii uważamy za trudne do osiągnięcia, choć strategia sprzedaży produktu jest obiecująca. W tym celu spółka podpisała umowy z sieciami handlowymi, w których sprzedawane będą zestawy do samodzielnej instalacji dostępu przez klienta. System ten sprawdził się z dużym powodzeniem w krajach UE. W naszych prognozach zakładamy, że na koniec roku TPSA będzie posiadała 144 tys. subskrybentów ADSL.



### Ruch telekomunikacyjny

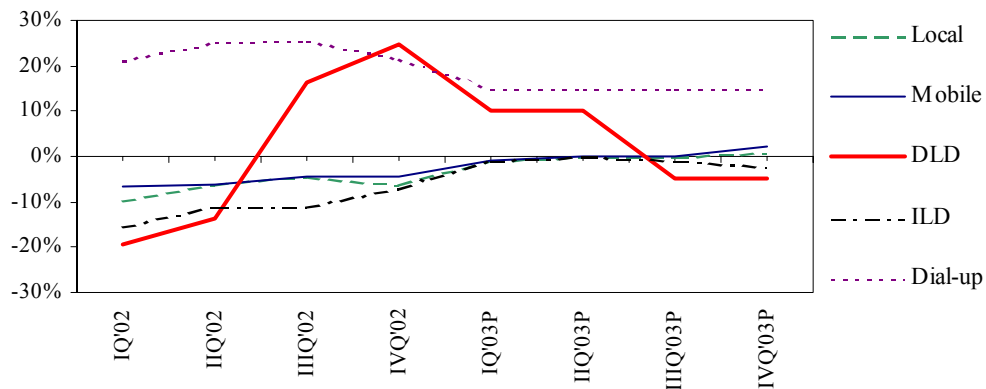
Dzięki wzrostowi w segmencie wydzwianego dostępu do internetu TPSA utrzymała poziom ruchu telekomunikacyjnego odnotowanego w roku 2001. Jednak ze względu na niską efektywną cenę za minutę połączenia dial-up ma on relatywnie niewielki wpływ na przychody TPSA (23% łącznego ruchu i 6% przychodów z połączeń). Po wyłączeniu dial-up z analizy ruch zmniejszył się w roku 2002 o 5,5%.

#### Ruch telekomunikacyjny w sieci TPSA



Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie TPSA

#### Dynamika zmian ruchu telekomunikacyjnego (Y/Y) w poszczególnych segmentach rynku



Źródło: DI BRE Banku S.A., TPSA

Spadek najgłębiej dotknął segment połączeń międzynarodowych (-11%), który jest bardziej wrażliwy na koniunkturę gospodarczą oraz na konkurencję ze strony usług VOIP. Zbliżony spadek odnotowano w segmencie połączeń lokalnych oraz F2M, które odpowiednio zmniejszyły się o 6,7% i 5,4%. Dzięki wykorzystaniu wadliwego prawa telekomunikacyjnego, w drugim półroczu 2002 roku TPSA odzyskała większą część ruchu w połączeniach międzymiastowych, co w ujęciu rocznym pozwoliło utrzymać poziom ruchu z roku poprzedniego.

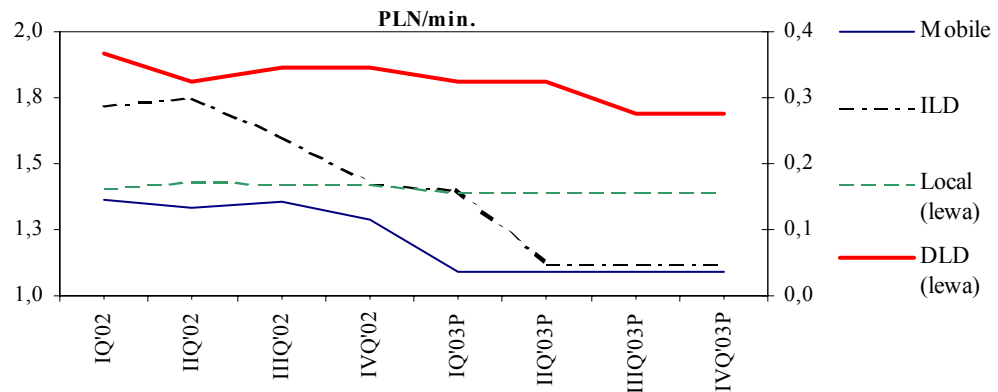
W prognozach na rok 2003 zakładamy, że po silnych spadkach w poszczególnych segmentach połączeń sytuacja ustabilizuje się z lekką poprawą w pod koniec roku w segmencie połączeń lokalnych i F2M.



### Ceny

Słabość konkurencji nie stwarzała silnej presji na obniżkę cen w sieci TPSA. W związku ze spodziewanym otwarciem rynku połączeń międzynarodowych (formalnym) pod koniec 2002 roku operator obniżył ceny połączeń w tym segmencie. Ponadto w związku z reakcją Regulatora obniżono ceny połączeń w segmencie F2M.

**Efektywna cena za min. połączenia w poszczególnych segmentach**



Źródło: DI BRE Banku SA

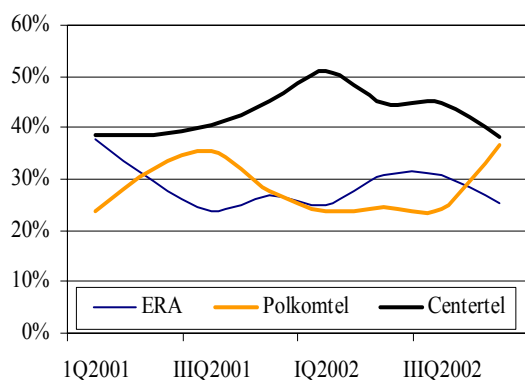
W roku 2003 spodziewamy się, że dojdzie do kolejnych obniżek w segmencie połączeń międzynarodowych oraz F2M. W br. nie oczekujemy natomiast (jak pierwotnie zakładaliśmy) negatywnego wpływu wprowadzenia naliczania czasu rozmowy w połączeniach lokalnych. Oferta cenowa TPSA została tak skonstruowana (opłata za inicjację połączenia), żeby jej wpływ na przychody spółki był minimalny. Jest to element, który pozwala na podwyższenie naszej dotychczasowej prognozy przychodów operatora.



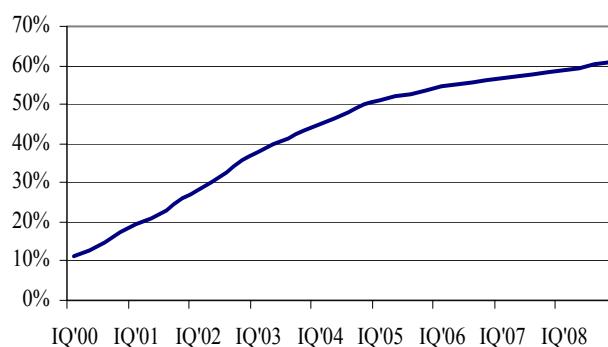
### Centertel

Rok 2002 był dla operatorów komórkowych najlepszym rokiem w historii. Łącznie podłączyli oni blisko 4 mln abonentów, co pozwoliło na wzrost wskaźnika liczby telefonów komórkowych na stu mieszkańców do poziomu 36%. Pomimo, że poziom ten zdecydowanie odbiega od penetracji osiągniętej w krajach UE, Czechach czy na Węgrzech to ze względu na mniej korzystną strukturę demograficzną i wyższe bezrobocie oczekujemy, że od br. tempo rozwoju rynku spadnie. W naszych prognozach założyliśmy, że w 2003 roku liczba abonentów telefonii komórkowej wzrośnie o 3,4 mln, co zwiększy penetrację do 45%.

**Udział poszczególnych operatorów w podłączeniach netto**



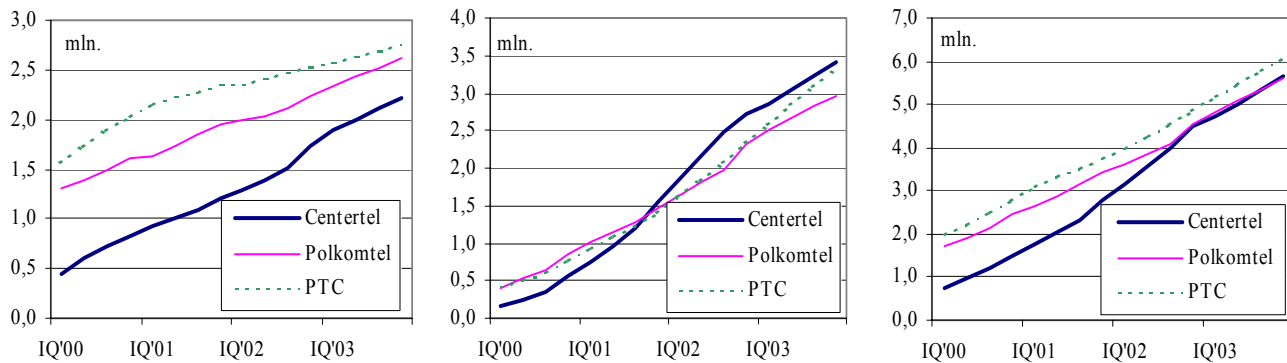
**Penetracja telefonią komórkową w Polsce**



Źródło: DI BRE Banku S.A., dane operatorów

Centertel kontynuuje proces zwiększaniu udziału w rynku opisywanego liczbą abonentów, choć drugie półrocze 2002 roku nie było już okresem dominacji operatora, jak miało to miejsce w pierwszych dwóch kwartałach. W br. oczekujemy, że spółka podłączy 1,17 mln abonentów i zwiększy udział w rynku do 33%. Tym samym wyprzedzi pod względem liczby abonentów Polkomtel. Zakładamy, że spółka osiągnie 34% udział w podłączeniach netto, tj. o 9 punktów procentowych mniej niż w roku 2002.

**Liczba abonentów poszczególnych operatorów w segmencie post-paid, pre-paid oraz łącznie**

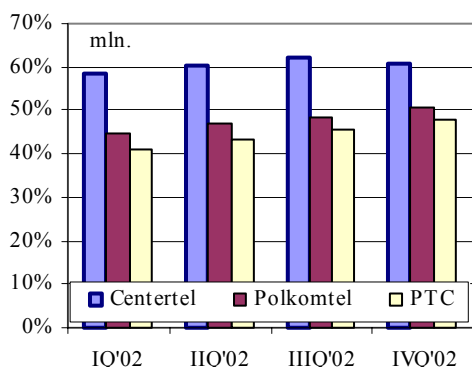


Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie danych operatorów



Udział klientów pre-paid w Centertelu nadal utrzymuje się na wyższym poziomie niż w przypadku konkurencji, choć w czwartym kwartale różnica ta zmalała. Powszechna opinia, że Centertel zdobywa rynek dzięki mało dochodowym klientom pre-paid nie jest do końca prawdziwa. Wskazują na to dane dotyczące liczby klientów post-paid przyłączonych do sieci (netto) w roku 2002, z których wynika, że w tym segmencie Centertel był również zdecydowanym liderem. Szczególnie widoczne jest to w czwartym kwartale. Zarząd spółki zapowiedział, że po osiągnięciu zbliżonej pozycji rynkowej pod względem liczby abonentów, priorytetem stanie się poprawa zyskowności spółki.

**Udział klientów pre-paid poszczególnych operatorów**



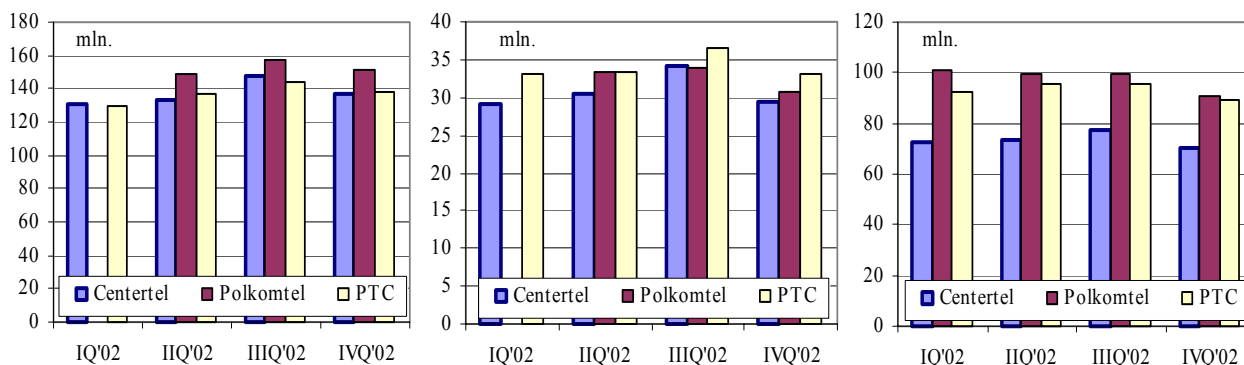
**Podłączenia netto w segmencie post-paid**



Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie danych operatorów

Konsekwencją wyższego udziału klientów korzystających z oferty pre-paid jest niższy poziom ważonego ARPU. Po rozbiciu ARPU na poszczególne segmenty różnice są niższe, choć zdecydowanym liderem w segmencie post-paid pozostaje Polkomtel.

**Porównanie ARPU poszczególnych operatorów w segmencie post-paid, pre-paid, łącznie**



Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie danych operatorów

Dzięki osiągnięciu efektu skali w roku 2002 Centertel zdecydowanie poprawił wyniki operacyjne. Przy wzroście przychodów do 3,4 mld PLN, operator osiągnął wynik EBITDA na poziomie 732 mln PLN, w stosunku do 165 mln PLN przed rokiem. Wg międzynarodowych standardów rachunkowości starta netto spółki spadła z 471 mln PLN w 2001 do 69 mln PLN.



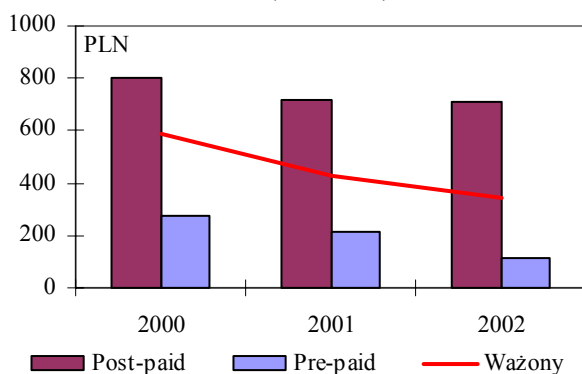
**Wyniki finansowe Centertela**

	2000	2001	2002
<b>Przychody</b>	<b>1 553</b>	<b>2 367</b>	<b>3 460</b>
<i>Zmiana</i>	46%	52%	46%
EBITDA	-178	165	732
<i>Marża EBITDA</i>	-11%	7%	21%
Amortyzacja	377	501	608
EBIT	-555	-336	124
Zysk netto	-601	-471	-69

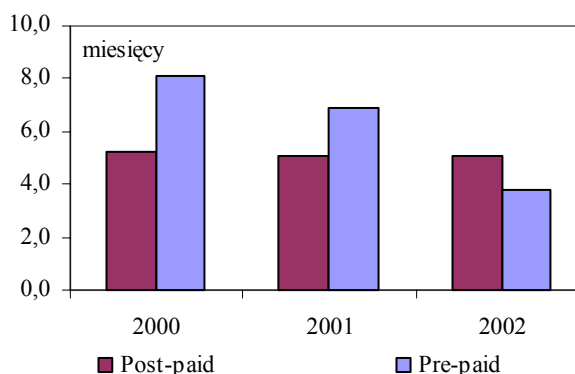
Źródło: TPSA, MSR

Poprawa wyników operacyjnych wynika również z obniżenia kosztu pozyskania abonenta. Centertel znacząco obniżył dopłaty do telefonów w segmencie pre-paid. Spadły one z 216 PLN przed rokiem do 118 PLN w całym 2002. Polityka ta pozwoliła na obniżenie okresu zwrotu poniesionych kosztów pozyskania abonenta z 6,9 miesiąca do zaledwie 3,8 miesiąca. W segmencie post-paid różnica w stosunku do roku 2001 jest niewielka (spadek z 719 PLN do 708 PLN), co powoduje, że okres zwrotu również nie uległ zmianie i wynosi 5,1 miesiąca.

**Średni koszt pozyskania abonenta (Centertel)**



**Okres zwrotu**



Źródło: TPSA

Zarząd spółki przedstawił prognozę wyników Centertela na rok 2003. Zakłada ona, że operator pozyska 1 mln abonentów, wypracuje przychody ze sprzedaży wyższe niż przed rokiem o 25% i osiągnie marżę EBITDA na poziomie 28%. Po raz pierwszy Centertel ma osiągnąć zysk netto.

Nasze prognozy są bardziej optymistyczne i opierają się przede wszystkim na założeniu, że spółka pozyska więcej abonentów. Zakładamy, że na koniec roku Centertel będzie posiadał 5,64 mln subskrybentów, tj. o 170 tys. więcej niż w prognozie samej spółki. Wg danych operatora w pierwszych trzech miesiącach roku liczba abonentów zwiększyła się o 260 tys. Przy spadku ważonego ARPU o 6% (wzrost udziału pre-paid oraz spadek cen) oczekujemy, że operator wypracuje 28% wzrost przychodów i 29% marżę EBITDA.



## Wyniki operacyjne I kwartału 2003

	IQ2003	IQ2002	zmiana
<b>Przychody (mln PLN)</b>			
TPSA i spółki wydzielone	3 638	3 779	-3,7%
Centertel	972	732	32,8%
Pozostałe	53	30	76,7%
Wyłączenia konsolidacyjne	-171	-157	8,9%
<b>Razem</b>	<b>4 492</b>	<b>4 384</b>	<b>2,5%</b>
<b>Abonenci (tys.)</b>			
POTS*	10 880	10 475	3,9%
ISDN	830	439	89,2%
Telefonia komórkowa	4 739	3 171	49,4%
<i>post-paid</i>	1 886	1 296	45,5%
<i>pre-paid</i>	2 843	1 852	53,5%
<b>Razem</b>	<b>16 449</b>	<b>14 084</b>	<b>16,8%</b>
<b>Zatrudnienie</b>			
TPSA	38 692	56 443	-31,4%
TPSA i spółki wydzielone	41 924	58 884	-28,8%
Centertel	2 422	1 965	23,3%
Pozostałe	1 601	1 320	21,3%
<b>Razem</b>	<b>45 947</b>	<b>62 169</b>	<b>-26,1%</b>

\* uwzględnia SDI, ADLS

Źródło: TPSA

Wyniki operacyjne TPSA za I kwartał br. są minimalnie gorsze od naszych oczekiwań. W pierwszych trzech miesiącach roku spółka wypracowała przychody na poziomie 4,492 mld PLN (prognoza DI BRE – 4,519 mld PLN). Nieco rozczarowujące okazały się dane dotyczące liczby abonentów, zarówno po stronie telefonii stacjonarnej jak i komórkowej. Spółka matka straciła w omawianym okresie ok. 65 tys. subskrybentów usług głosowych (łączy standardowe) a wzrost liczby linii ogółem to tradycyjnie efekt rosnącej liczby kanałów ISDN oraz szerokopasmowego dostępu do internetu (ADSL, SDI). Pozytywnym sygnałem jest to, że rośnie liczba linii ISDN sprzedanych w kolejnych kwartałach. W ciągu ostatnich czterech okresów wartości te wynosiły odpowiednio 37 tys., 83 tys., 128 tys. i 143 tys. w I kwartale br. Na koniec marca liczba kanałów ISDN stanowiła już 7,6% wszystkich linii telefonii stacjonarnej. Po uwzględnieniu spadku liczby łączy standardowych i wzrostowi liczby kanałów ISDN (143 tys. kanałów odpowiada 66,6 tys. dostępu), ADSL i SDI bilans dla spółki jest pozytywny. W I kwartale br. liczba dostępu zwiększyła się o 11,2 tys.

Spadek przychodów telefonii stacjonarnej w stosunku do analogicznego kwartału 2002 roku o 141 mln PLN (3,7%) jest w głównej mierze efektem obniżenia cen połączeń F2M i połączeń międzynarodowych oraz spadkiem ruchu telekomunikacyjnego we wszystkich rodzajach połączeń z wyjątkiem ruchu międzystrefowego, gdzie TPSA odzyskała rynek.

W przypadku Centertela I kwartał br. pod względem liczby przyłączonych abonentów netto (+271 tys.) był najgorszym okresem od III kwartału 2000 roku. Tak słaby wynik to przede wszystkim efekt zdecydowanie mniejszej liczby abonentów pozyskanych w segmencie pre-paid (+115 tys. vs. średnio 300 tys. kwartalnie w 2002 roku). Z kolei wyższa liczba abonentów pozyskanych w segmencie post-paid (+146 tys. vs. 100 tys. w I-IIIQ2002) zdaje się potwierdzać zmianę strategii sprzedaży operatora, którą zapowiadał Zarząd i która była widoczna już w wynikach IV kwartału (pozyskano 240 tys. abonentów post-paid i 242 tys. abonentów pre-paid). Potwierdza to również zmniejszenie o blisko połowę kosztu pozyskania abonenta w segmencie pre-paid w stosunku do I kwartału 2002 roku.

Spadek ARPU w segmencie pre-paid do 27,1 PLN i post-paid do 127,4 PLN to efekt sezonowego spadku ruchu telekomunikacyjnego w I kwartale oraz zmniejszeniu przychodów z interkonektu (obniżenie stawek rozliczeniowych).



## Skonsolidowany bilans

(mln PLN)	2000	2001	2002	2003P	2004P
AKTYWA	32 914	35 546	36 889	36 771	36 253
Aktywa trwałe	28 266	31 405	32 554	32 372	31 676
Wartości niematerialne i prawne	360	3 485	3 564	3 535	3 511
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	15	84	42	32	22
Rzeczowe aktywa trwałe	24 451	26 721	27 117	26 925	26 739
Należności długoterminowe	2	3	2	2	2
Inwestycje długoterminowe	144	153	394	426	426
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	3 295	960	1 435	1 451	975
Aktywa obrotowe	4 648	4 141	4 335	4 399	4 577
Zapasy	200	272	287	298	303
Należności krótkoterminowe	3 351	2 951	3 204	3 525	3 631
Inwestycje krótkoterminowe	1 096	877	824	555	600
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0	41	20	21	43

(mln PLN)	2000	2001	2002	2003P	2004P
PASYWA	32 914	35 546	36 889	36 771	36 253
Kapitał własny	11 363	11 897	12 661	13 333	14 697
Kapitał zakładowy	4 200	4 200	4 200	4 200	4 200
Należne wpłaty na kapitał zakładowy	0	0	0	0	0
Akcje (udziały) własne	0	0	0	0	0
Kapitał zapasowy	3 758	5 531	6 089	6 504	7 424
Kapitał z aktualizacji wyceny	1 940	1 697	1 576	1 540	1 540
Pozostałe kapitały rezerwowe	140	177	189	177	177
Różnice kursowe z przel. jedn. podporządkowanych	-7	-8	-8	-8	-8
Zysk (strata) z lat ubiegłych	1	-386	-226	0	0
Zysk (strata) netto	1 331	686	840	921	1 363
Kapitały mniejszości	260	635	629	629	629
Ujemna wartość firmy jednostek podporządkowanych	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	21 291	23 015	23 599	22 809	20 927
Rezerwy na zobowiązania	1 031	2 331	2 442	2 056	1 856
Zobowiązania długoterminowe	13 807	14 704	15 150	16 332	14 698
Zobowiązania krótkoterminowe	5 455	5 204	5 355	3 868	3 892
Rozliczenia międzyokresowe	998	776	652	552	480

**Skonsolidowany rachunek wyników**

(mln PLN)	2000	2001	2002	2003P	2004P
Przychody	15 879	17 331	18 001	18 596	18 977
Koszty	8 810	9 675	10 068	10 552	10 807
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	7 069	7 656	7 933	8 043	8 170
Koszty sprzedaży	1 894	2 332	2 164	2 229	2 273
Koszty ogólnego zarządu	1 561	2 051	2 251	2 319	2 365
Zysk (strata) na sprzedaży	3 614	3 272	3 518	3 496	3 532
Pozostałe przychody operacyjne	251	381	734	0	0
Pozostałe koszty operacyjne	843	1 623	1 378	325	100
EBIT	3 023	2 030	2 873	3 171	3 432
amortyzacja	3 069	3 804	4 287	4 720	4 595
EBITDA	6 091	5 834	7 160	7 891	8 027
Przychody finansowe	432	1 583	604	263	248
Koszty finansowe	1 475	2 328	2 435	2 090	1 631
Zysk na sprzedaży udziałów	0	0	-1	0	0
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	1 979	1 285	1 042	1 343	2 049
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-16	0	-3	-1	0
Odpis wartości firmy jednostek podporządkowanych	-10	-10	-42	-10	-10
Odpis ujemnej wartości firmy	0	0	0	0	0
Zysk (strata) brutto	1 952	1 275	997	1 332	2 039
Podatek dochodowy	848	737	207	400	551
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku	0	0	0	0	0
Udział w zyskach	1	-1	0	0	0
(Zyski) straty mniejszości	225	148	50	-12	-125
Zysk (strata) netto	1 331	686	840	921	1 363

**Skonsolidowane przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2001	2002	2003P	2004P
Przepływy operacyjne	4 619	4 506	5 011	6 274
Przepływy inwestycyjne	6 458	5 003	4 532	4 385
Przepływy finansowe	1 620	443	-748	-1 844
Zmiana środków pieniężnych	-219	-53	-269	45
Środki pieniężne na koniec okresu	877	824	555	600



**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Telekomunikacji Polskiej S.A.**

<b>rekomendacja</b>	AKUMULUJ
<b>data wydania</b>	25-11-2002
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	13,70
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	14881,26

*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 3-6 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana.*

*KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG*

*AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG*

*TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG*

*REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG*

*SPRZEDAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG*

*Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania.*

*Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne.*

*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.*

*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.*

*Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bądź rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.*

*Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:*

*DCF – ciągle jest uważana za najbardziej właściwą metodologicznie metodę 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.*



## **DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.**

**Warszawa – ul. Wspólna 47/49, 00-950 Warszawa, skr. pocztowa 21**

	<b>TELEFON (0-22)</b>	<b>FAX (0-22)</b>
Centrala i informacja	697-49-00	697-49-44
Kierownik Punktu Obsługi Klientów	697-48-33	697-48-75
Obsługa Rynku Niepublicznego	697-48-16	697-48-14
Sekretariat Biura	697-47-00	697-47-01
Dep. Sprzedaży Instytucjonalnej	697-49-10	697-49-61
Departament Analiz	697-47-37	697-47-43
Departament Rynku Pierwotnego	697-47-22	697-47-05
Departament Rozliczeń Finansowych	697-49-07 do 09	697-48-14
Zespół Zleceń Telefonicznych	697-49-49	697-48-58

<b>PUNKT OBSŁUGI</b>	<b>ADRES</b>	<b>TELEFON</b>	<b>FAX</b>
<b>BIELSKO-BIAŁA</b>	Pl. Wolności 7, 43-304 Bielsko-Biała	(33) 813-93-50	(33) 813-93-55
<b>BYDGOSZCZ</b>	ul. Grodzka 17, 85-109 Bydgoszcz	(52) 584-31-51	(52) 584-31-52
<b>GDĄŃSK</b>	ul. Okopowa 7, 80-819 Gdańsk	(58) 346-24-21	(58) 301-15-51
<b>KATOWICE</b>	ul. Powstańców 43, 40-024 Katowice	(32) 200-64-81	(32) 200-64-80
<b>KRAKÓW</b>	ul. Augustańska 15, 31-064 Kraków	(12) 618-45-84	(12) 618-45-82
<b>LUBLIN</b>	ul. Krakowskie Przedmieście 6, 20-954	(81) 532-94-13	(81) 532-94-42
<b>ŁÓDŹ</b>	ul. Piotrkowska 148/150, 90-063 Łódź	(42) 636-15-27	(42) 636-27-00
<b>OLSZTYN</b>	ul. Głowackiego 28, 10-448 Olsztyn	(89) 522-03-41	(89) 522-03-42
<b>POZNAŃ</b>	ul. Szyperska 20/21, 60-967 Poznań	(61) 856-86-36	(61) 856-86-36
<b>RZESZÓW</b>	ul. Sokoła 6, 35-010 Rzeszów	(17) 850-38-10	(17) 852-66-50
<b>SZCZECIN</b>	ul. Tkacka 55, 70-556 Szczecin	(91) 488-39-82	(91) 488-39-63
<b>WROCLAW</b>	ul. Podwale 62A, 50-010 Wrocław	(71) 342-15-68	(71) 341-88-79