

29 lipca 2010

Aktualizacja raportu


Telekomunikacja
Polska

Cena bieżąca	15,55 PLN
Cena docelowa	18,20 PLN
Kapitalizacja	21,77 mld PLN
Free float	8,03 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	141,26 mln PLN

Struktura akcjonariatu

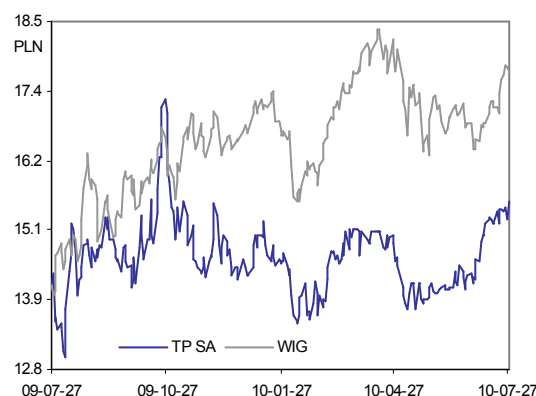
France Telekom	49,79%
Pozostali	50,21%

Strategia dotycząca sektora

Podtrzymujemy neutralne nastawienie do sektora. Wzrost zamożności społeczeństwa będzie przekładał się na dalszy wzrost powszechności usług. W średnim okresie operatorzy „wymęczeni” obecną wojną cenową i koniecznością ponoszenia wysokich nakładów w coraz mniejszym stopniu będą konkurowali ceną. Umocnienie PLN obniży koszty operacyjne.

Profil spółki

TPSA to były monopolista, którego obecny udział w usługach głosowych telefonii stacjonarnej wynosi ok. 75% (z uwzględnieniem preselekcji) a komórkowej 34%. Udział TP w rynku szerokopasmowego dostępu do internetu to 38%, z czego spółka dominuje w technologii DSL.

Kurs akcji TPSA na tle WIG

Michał Marczak

(48 22) 697 47 38

michal.marczak@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

TPSA

TPSA.WA; TPS.PW

Akumuluj

(Podtrzymana)

Najgorsze za nami

Nieco lepsze wyniki finansowe i wyhamowanie negatywnych trendów w obszarze bazy abonenckiej to dobry prognostyk przed wynikami drugiego półrocza, w którym dynamika spadku przychodów r/r powinna już być niższa niż 4%. 2Q był udany szczególnie dla Centertela, który dzięki wprowadzeniu nowej oferty cenowej zwiększył bazę abonencką o 250 tys. kart SIM - najlepszy wynik od 2007 roku, przy jednoczesnym wzroście ARPU (q/q +5,7%). Spadek liczby klientów tradycyjnych usług głosowych oraz szerokopasmowego dostępu do internetu jest coraz mniejszy. W 3Q TP powinna wprowadzić nową ofertę cenową - opartą na wyłączeniu zasady *retail*- (zamrożona stawka hurtowa, test marży) w dostęпах 2 Mb/s, co naszym zdaniem będzie skutkowało odbudowaniem pozycji na rynku dostępu do internetu. Zarząd podwyższył tegoroczną prognozę FCF z 2 do 2,3 mld PLN, co w przyszłym roku zwiększa prawdopodobieństwo wypłaty 1,5 PLN dywidendy na akcję (DY: 9,6%). Podwyższamy nasze tegoroczne i przyszłoroczne prognozy zysku netto (lepsze wyniki Centertela) odpowiednio o 13,6% i 17,3% a w efekcie cenę docelową z 16,1 do 18,2 PLN. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki za 2Q2010

W 2Q2010 spółka osiągnęła przychody na poziomie 3,987 mld PLN (-4,7% r/r), EBITDA w wysokości 1 472 mln PLN (-5,5% r/r) i zysk netto równy 325 mln PLN. Są to wyniki lepsze od naszych oczekiwań, które wyniosły odpowiednio: 3 815; 1 384; 276 mln PLN. Zaledwie 1,5% spadek przychodów Centertel w ujęciu r/r (-9% r/r w poprzednim kwartale) oraz konsekwentnie redukowane koszty operacyjne to główne powody pozytywnego zaskoczenia.

Sentyment

Naszym zdaniem dotychczasowy bardzo negatywny sentyment do TP będzie się zmieniał. Wyniki kolejnych kwartałów powinny systematycznie poprawiać się. Będzie temu towarzyszył wzrost bazy abonenckiej telefonii komórkowej i wkrótce również szerokopasmowego dostępu do internetu. Otoczenie regulacyjne zmienia się na korzyść spółki (zmniejszenie asymetrii stawek MTR, odejście od metody cen hurtowych w BSA z *retail*- na rzecz *cost+*). Naszym zdaniem UKE będzie kładło obecnie główny nacisk na rozwój infrastruktury, a w tym obszarze TP jest jedynym dużym operatorem który może regulatorowi pomóc w realizacji strategii. W porównaniu z innymi rynkami telekomunikacyjnymi, polski, jest jednym z najbardziej zderegulowanych (niższe ryzyko na przyszłość, przy jednym z najwyższych DY w Europie). Dodatkowo TP może pozyskać finansowanie części inwestycji ze środków unijnych oraz otrzymać wreszcie zwrot środków z tytułu dopłaty za usługę powszechną (wg. TP 800 mln PLN).

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	18 164	16 560	15 835	15 644	15 481
EBITDA	7 630	6 246	5 851	5 914	6 062
marża EBITDA	42,0%	37,7%	36,9%	37,8%	39,2%
EBIT	3 313	2 096	2 002	2 128	2 336
Zysk netto	2 188	1 280	1 308	1 412	1 588
DPS	2,1	1,5	1,5	1,5	1,5
P/E	9,5	16,2	15,9	14,7	13,1
P/CE	3,2	3,8	4,0	4,0	3,9
P/BV	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4
EV/EBITDA	3,6	4,2	4,5	4,5	4,3
DYield	13,3%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%

Wyniki za drugi kwartał 2010

Największym zaskoczeniem wyników za 2Q jest poziom przychodów, który był jedynie o 4,7% niższy, niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Po wynikach za 1Q Zarząd zapowiadał, że będzie to nadal dynamika zbliżona do -10%. Zaskoczenie to efekt bardzo dobrych wyników Centertel, który przy wzroście bazy abonenckiej odnotował wzrost ARPU, w wyniku czego ujemna dynamika roczna zmniejszyła się do -1,5% z -9,1% w 1Q. Należy pamiętać, że w 2Q nadal działa efekt wysokiej bazy wynikającej z obniżek MTR w 1H2009. Poziom przychodów poprawia również wysoka sprzedaż towarów, która w relacji do historycznych poziomów dodaje ok. 0,6 punktu procentowego do dynamiki skonsolidowanych przychodów. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, słaby wynik sprzedażowy odnotował segment usług przesyłu danych, przede wszystkim za sprawą kurczącej się bazy abonentów dostępu do Internetu. Po wynikach za 2Q Zarząd zapowiada, że w kolejnych kwartałach ujemna dynamika przychodów w ujęciu r/r powinna być niższa niż 4%. Wg naszych szacunków w 4Q Centertel powinien ponownie wykazywać wzrost przychodów.

Skonsolidowane wyniki TP za 2Q2010

(mln PLN)	IIQ2010	IIQ2009	zmiana r/r	IH2010	IH2009	zmiana r/r
Usługi telefonii stacjonarnej	1 315	1 490	-11,7%	2 665	3 091	-13,8%
Oferta detaliczna	1 029	1 203	-14,5%	2 106	2 509	-16,1%
Oferta hurtowa	283	278	1,8%	552	567	-2,6%
Pozostałe	3	9	-66,7%	7	15	-53,3%
Usługi telefonii komórkowej	1 787	1 815	-1,5%	3 465	3 659	-5,3%
Połączenia głosowe	1 079	1 080	-0,1%	2 077	2 128	-2,4%
Rozliczenia z innymi operatorami	349	364	-4,1%	661	789	-16,2%
Pozostałe	359	371	-3,2%	727	742	-2,0%
Usługi przesyłu danych	636	656	-3,0%	1 275	1 301	-2,0%
Dzierżawa łączny	74	76	-2,6%	147	160	-8,1%
Transmisja danych	176	179	-1,7%	348	344	1,2%
Dial-up	1	3	-66,7%	3	8	-62,5%
Szerokopasmowy dostęp do Intern.	385	398	-3,3%	777	789	-1,5%
Radiokomunikacja	52	53	-1,9%	104	107	-2,8%
Sprzedaż towarów i inne	197	171	15,2%	351	339	3,5%
PRZYCHODY RAZEM	3 987	4 185	-4,7%	7 860	8 497	-7,5%
(mln PLN)	IIQ2010	IIQ2009	zmiana r/r	IH2010	IH2009	zmiana r/r
Koszty wynagrodzeń pracowniczych	-566	-592	-4,4%	-1 158	-1 203	-3,7%
Koszty usług operatorskich	-538	-576	-6,6%	-1 044	-1 223	-14,6%
Koszty sprzedaży	-615	-639	-3,8%	-1 217	-1 253	-2,9%
Koszty sieci i IT	-232	-251	-7,6%	-463	-495	-6,5%
Rezerwy na roszczenia	-23	-36	-37,2%	-27	-36	-26,3%
Pozostałe	-546	-535	2,1%	-1 073	-1 087	-1,2%
KOSZTY RAZEM	-2 520	-2 629	-4,1%	-4 982	-5 297	-5,9%
EBITDA	1 472	1 557	-5,5%	2 892	3 214	-10,0%
marża EBITDA	36,9%	37,2%	-	36,8%	37,8%	-
Amortyzacja	-965	-1 053	-8,4%	-1 906	-2 113	-9,8%
EBIT	507	501	1,1%	981	1 111	-11,7%
Wynik na działalności finansowej	-98	-65	50,8%	-213	-264	-19,3%
Podatek	-84	-60	39,9%	-158	-143	10,5%
Zysk netto	325	376	-13,6%	610	704	-13,4%

Źródło: TPSA

Po stronie kosztowej również widać pozytywne tendencje (utrzymane tempo spadku kosztów wynagrodzeń, kosztów sprzedaży i kosztów utrzymania sieci), co zapowiadał wcześniej Zarząd. Największy spadek kosztów ma miejsce w wydatkach związanych z

usługami operatorskimi i jest efektem obniżonych stawek MTR, a nie działań samej spółki. Nie bez znaczenia jeśli chodzi o wynik netto ma obniżająca się amortyzacja. Naszym zdaniem ta tendencja będzie się utrzymywać i jest efektem zakończenia amortyzacji części wysokiego CAPEXu z okresu 2001-2005.

Abonenci TP - usługi głosowe

	IQ'08	IIQ'08	IIIQ'08	IVQ'08	IQ'09	IIQ'09	IIIQ'09	IVQ'09	IQ'10	IIQ'10
Razem	9 323	9 169	9 035	8 898	8 747	8 605	8 452	8 288	8 137	8 018
zmiana (q/q)	-219	-154	-134	-135	-150	-137	-138	-187	-148	-111
DETAL										
POTS	7 557	7 322	7 117	6 913	6 691	6 481	6 274	6 068	5 895	5 742
ISDN	1 102	1 078	1 063	1 044	1 030	1 005	981	965	946	930
HURT										
WLR	664	769	855	941	1 026	1 119	1 197	1 255	1 296	1 346
zmiana (q/q)	72	105	86	86	85	92	78	58	41	50
z czego Centertel					3	17	30	44	50	67
udział w WLR					0,3%	1,7%	3,1%	4,6%	5,3%	7,2%
z czego Netia	64	102	642	673	711	731	740	743	747	
udział w WLR	9,7%	13,3%	75,1%	71,5%	69,2%	65,3%	61,8%	59,2%	57,6%	
z czego Dialog				162	184	210		250		
udział w WLR				17,2%	18,0%	18,8%		19,9%		

Źródło: TPSA, Netia, Dialog

Chociaż nadal negatywne trendy utrzymują się, to jednak w 2Q TPSA odnotowała najniższy spadek łącznej liczby aktywnych linii telefonii stacjonarnej od 3Q 2006 roku. Naszym zdaniem tendencja ta ma trwały charakter i wynika ze zbliżania się rynku do poziomu minimalnego popytu generowanego przez klientów biznesowych oraz zapotrzebowania klientów indywidualnych na dostęp do Internetu i usługi związane z dystrybucją TV. W przyszłym roku kwartalne dynamiki spadku liczby linii powinny spaść poniżej 100 tys.. Utrata przez TPSA linii detalicznych na rzecz innych operatorów (WLR) utrzymuje się na poziomie ok. 50 tys. kwartalnie, z czego ok. 35% trafia ponownie do Grupy przez Centertel. Ten systematycznie zwiększa udział w hurtowym dostępie do abonamentu TP. Obecnie wynosi on już 7,3% i naszym zdaniem nadal będzie wzrastał.

Abonenci TPSA – dostęp do Internetu

	IQ'08	IIQ'08	IIIQ'08	IVQ'08	IQ'09	IIQ'09	IIIQ'09	IVQ'09	IQ'10	IIQ'10
Razem	2 271	2 328	2 385	2 445	2 520	2 563	2 587	2 600	2 618	2 630
ADSL/CDMA	2 079	2 084	2 089	2 097	2 132	2 151	2 156	2 144	2 128	2 122
zmiana	57	5	5	8	35	19	5	-12	-16	-6
BSA	192	244	296	348	388	412	431	456	490	508
zmiana	60	52	52	52	40	24	19	25	34	18
w tym Centertel	23	40	70	96	111	117	123	129	134	138
udział w BSA	12,0%	16,4%	23,6%	27,6%	28,6%	28,4%	28,5%	28,3%	27,3%	27,2%
w tym Netia	39	36	54	67	248	260	272	294	320	
udział w BSA	20,5%	14,6%	18,4%	19,2%	64,0%	63,0%	63,2%	64,4%	65,4%	
w tym Dialog				9	10	10				
udział w BSA				2,5%	2,4%	2,4%				
w tym pozostali				177	19	26	36	33	36	
udział w BSA				184,1%	17,2%	21,9%	28,9%	25,8%	26,5%	
LLU				2	4	8	24	52	62	76
zmiana				2	2	4	16	28	11	14
w tym Netia				1	4	7	21	48	60	
udział w LLU				88,4%	99,1%	92,7%	89,8%	93,3%	95,8%	

Źródło: TPSA, rynek detaliczny i hurtowy (BSA)

W związku z opóźnieniem wprowadzenia nowych cenników na dostęp do Internetu, 2Q nie przyniósł przełomu w obszarze transmisji danych. Dopiero zatwierdzenie przez UKE testu marży (lipiec br.) pozwoli TP na wprowadzenie nowych konkurencyjnych ofert cenowych. Przypominamy, że wprowadza to nowy układ sił na rynku. Dotychczas każda obniżka cen po stronie TP wiązała się z automatyczną obniżką cen hurtowych dla

konkurentów (*retail*). Obecnie ceny hurtowe zostały zamrożone, a po spełnieniu testu marży TP może obniżyć swoje ceny. Konkurenci, aby utrzymać dotychczasową przewagę, muszą obniżyć swoje marże.

W 2Q2010 na poziomie detalicznym TP straciła 5 tys. linii, z czego spadek użytkowników Neostrady wyniósł 18 tys., przy jednoczesnym wzroście łączny pozyskanych w oparciu o CDMA. 2Q przyniósł dosyć niską migrację klientów TP do innych operatorów w oparciu o BSA (18. tys. z czego 4 tys. pozyskał Centertel) oraz LLU (14 tys.). Zapowiada to niższe przyrosty bazy w Netii, głównego konkurenta TP w tym obszarze. W kolejnych kwartałach uwarunkowania regulacyjne (patrz akapit powyżej) będą sprzyjały TP.

Usługi dodane do łączny internetowych mają raczej być elementem lojalnościowym, niż istotnym źródłem zysków, co nie znaczy że nie wpływają pozytywnie na poziom ARPU. Największą dynamikę wzrostu nadal notuje TV dostarczana klientowi przez anteny satelitarne. Infrastruktura przesyłowa TP, szczególnie w dużych miastach, jest nadal zbyt mało „wydolna”, by masowo zaoferować klientom IPTV. Częściowo poprawi to realizowany obecnie program inwestycyjny.

W naszym odczuciu TPSA nie chce inwestować w tym obszarze w infrastrukturę – szczególnie w dużych miastach, gdzie silną pozycję posiadają już sieci kablowe, bo w obecnym reżimie prawnym każdy inny operator poprzez BSA czy LLU będzie mógł z tej infrastruktury skorzystać. W efekcie mieszkańcy największych ośrodków miejskich nie mają większej alternatywy w wyborze i sprowadza się ona do sieci kablowej działającej w danym obszarze. Pomysłem TP na rozwiązanie tego problemu jest propozycja przekazana do UKE. Zakłada ona, że TP, której udział w największych miastach spadł poniżej 20% (w całym kraju ok. 40%), nie będzie uznawana za operatora dominującego, a w związku z tym nie będzie musiała udostępniać konkurencji swojej infrastruktury – przynajmniej tej nowo budowanej. Akceptacja takiego rozwiązania byłaby dla TP bardzo korzystna i pozwoliłaby realnie na rozwój usługi. Z perspektywy UKE stwarza to szansę na zaistnienie realnej konkurencji na poziomie infrastruktury, co naszym zdaniem jest obecnie głównym celem regulatora. Z drugiej strony Zarząd nie wyklucza kupna wystawionej na sprzedaż warszawskiej sieci kablowej Aster. Łączna liczba abonentów Aster to 380 tys..

Abonenci TPSA – usługi dodane

	IQ'08	IIQ'08	IIIQ'08	IVQ'08	IQ'09	IIQ'09	IIIQ'09	IVQ'09	IQ'10	IIQ'10
IPTV	49	54	57	69	86	95	107	109	111	113
SAT TV				44	112	144	176	263	306	340
VoIP	164	176	174	168	162	156	150	140	123	143
Livebox	405	441	473	510	582	614	645	702	727	741

Źródło: TPSA

Nowa oferta cenowo wprowadzona przez TP w 2Q przyniosła bardzo pozytywne efekty. Spółce udało się zwiększyć bazę abonencką o ponad 250 tys. kart SIM, co jest najlepszym wynikiem sprzedażowym od 4Q2007 i co uwiarygodnia cel zarządu stawiany spółce: odzyskanie pozycji lidera rynku pod względem liczby abonentów i poziomu przychodów. Wzrost bazy abonenckiej miał miejsce przede wszystkim w obszarze pre-paid (+176 tys.), przy utrzymaniu przyrostu bazy post-paid na poziomie 80 tys.

Abonenci TPSA – telefonia komórkowa

	IQ'08	IIQ'08	IIIQ'08	IVQ'08	IQ'09	IIQ'09	IIIQ'09	IVQ'09	IQ'10	IIQ'10
Razem	14 006	13 900	14 054	14 182	13 680	13 768	13 736	13 714	13 774	14 028
zmiana	-153	-106	154	128	-502	88	-32	-22	60	254
Pre-paid	8 332	8 086	8 091	8 015	7 370	7 318	7 228	7 090	7 062	7 238
zmiana	-271	-246	5	-76	-645	-52	-90	-138	-28	176
udział	59%	58%	58%	57%	54%	53%	53%	52%	51%	52%
Post-paid	5 674	5 814	5 963	6 167	6 310	6 450	6 508	6 624	6 712	6 791
zmiana	118	140	149	204	143	140	58	116	88	79

Źródło: TPSA

Przy wzroście bazy abonenckiej, Centertel odnotował również wzrost ARPU w relacji do 1Q. Ujemna dynamika średniego przychodu na abonentów w ujęciu rocznym zmniejszyła się do 3% w stosunku do 8% w poprzednim kwartale. Częściowo wpływ na wzrost ARPU mogła mieć powódź i katastrofa samolotu prezydenckiego, co napędzało dodatkowy ruch w sieci. Naszym zdaniem efekt ten nie był jednak tak znaczący. Największy wzrost ARPU

zanotowano w post-paid, w którym ruch na abonenta wzrósł o 4% w porównaniu z 1Q. Jest to wzrost charakterystyczny dla sezonowości kwartalnej. W 2Q2009 wyniósł on 4% (q/q) a w roku poprzednim 7% (q/q).

ARPU i ruch telekomunikacyjny na abonenta w Centertelu

	IQ'08	IIQ'08	IIIQ'08	IVQ'08	IQ'09	IIQ'09	IIIQ'09	IVQ'09	IQ'10	IIQ'10
ARPU	47,8	48,8	50,6	50,0	44,8	44,9	43,8	42,7	41,2	43,6
<i>zmiana</i>	1%	-1%	-2%	2%	-6%	-8%	-13%	-15%	-8%	-3%
Pre-paid	21,0	22,0	22,6	23,3	20,2	20,5	20,9	19,9	19,2	19,7
<i>zmiana</i>	0%	1%	-4%	6%	-4%	-7%	-8%	-15%	-5%	-4%
Post-paid	88,2	87,0	88,5	85,1	75,1	72,9	69,4	67,6	64,5	69,0
<i>zmiana</i>	-2%	-5%	-5%	-5%	-15%	-16%	-22%	-21%	-14%	-5%
ARPU głos	37,5	38,9	38,6	37,3	34,2	33,8	32,6	31,4	30,3	32,7
<i>zmiana</i>	1%	0%	-6%	-3%	-9%	-13%	-16%	-16%	-11%	-3%
ARPU data	10,3	9,8	12,0	12,7	10,6	11,1	11,2	11,3	11,0	10,9
<i>zmiana</i>	-2%	-6%	15%	21%	3%	13%	-7%	-11%	4%	-2%
	IQ'08	IIQ'08	IIIQ'08	IVQ'08	IQ'09	IIQ'09	IIIQ'09	IVQ'09	IQ'10	IIQ'10
MOU	102	112	113	123	126	135	139	142	147	162
<i>zmiana</i>	6%	7%	9%	23%	24%	21%	23%	15%	17%	20%
Pre-paid	39	43	45	58	60	66	71	71	78	98
<i>zmiana</i>	9%	-3%	1%	51%	53%	52%	59%	22%	29%	50%
Post-paid	195	209	205	209	207	215	215	220	219	229
<i>zmiana</i>	3%	6%	6%	8%	6%	3%	5%	6%	6%	6%

Źródło: TPSA

2Q jest ostatnim kwartałem, w którym baza porównawcza jest zawyżona efektem wprowadzonych przez UKE obniżek MTR. W kolejnych kwartałach dynamika przychodów Centertel wypłaszczy się, a w 4Q powinna rosnać w ujęciu r/r. Kolejne obniżki MTR najprawdopodobniej będą miały miejsce w styczniu 2011. Naszym zdaniem, przynajmniej dla trzech największych operatorów, nie będą one już tak drastyczne jak w 1H2009 (ponad 50%) i wyniosą ok. 15-20%. Przemawia za tym fakt, że obecny poziom MTR w Polsce jest jednym z najniższych w Europie. Nadal uważamy, że nie sama obniżka jest kluczem do wyników trzech największych operatorów, ale asymetria stawek, która w Polsce jest jedną z najwyższych w Europie. Ta zgodnie z zapowiedziami UKE i zaleceniami Komisji Europejskiej dla Polski będzie obniżana (szerzej o tej kwestii pisaliśmy w poprzednich opracowaniach).

Wycena

Na bazie zaktualizowanego modelu DCF i wyceny wskaźnikowej, bieżącą cenę jednej akcji TP szacujemy na 16,7 PLN, co implikuje cenę docelową za 9-mcy na poziomie 18,2 PLN (poprzednio 16,1 PLN). W stosunku do dotychczasowej wyceny, pozytywny wpływ na jej obecny poziom miało podwyższenie prognoz wyników TP oraz wyższe wyceny spółek telekomunikacyjnych. Wycenę obniża wzrost stopy wolej od ryzyka dla modelu DCF. Wycena uwzględnienia odszkodowania na rzecz DPTG na poziomie 100 mln euro.

Podsumowanie wyceny

(PLN)	Waga	Wycena	
		obecna	poprzednia
Wycena wskaźnikowa	50%	15,2	13,2
Wycena DCF	50%	18,2	16,2
Wycena		16,7	14,7
Cena docelowa (9-mcy)		18,2	16,1

Wycena wskaźnikowa

(PLN)	EV/EBITDA			EV/SALES			P/E		
	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
Implikowana wycena na akcję	20	19	19	20	19	19	10	11	11
Waga roku	10%	45%	45%	10%	45%	45%	10%	45%	45%
Premia/dyskonto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika		45%			10%			45%	
Wycena	15,2	18,9			19,2			10,7	

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			D/Y		
		2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
Belgacom	27,6	5,7	5,3	5,8	1,9	1,7	1,7	10,7	10,8	11,2	32,3%	32,3%	30,0%	7,6%	7,9%	7,9%
Cesky Telecom	430,0	5,1	5,5	5,4	2,2	2,3	2,3	12,3	12,7	12,2	44,2%	42,6%	43,0%	10,7%	9,2%	9,1%
Hellenic Telekom	6,3	3,8	4,1	4,1	1,4	1,4	1,4	6,1	7,0	6,4	35,9%	35,0%	35,4%	11,2%	8,7%	9,4%
Matav	687,0	4,3	4,5	4,6	1,7	1,8	1,8	8,9	9,6	9,8	39,2%	39,1%	38,7%	10,8%	10,8%	10,8%
Portugal Telecom	8,3	5,8	5,5	5,3	2,1	1,9	1,9	13,6	13,4	11,8	35,8%	35,4%	35,7%	6,9%	7,0%	7,0%
Telecom Austria	9,2	4,3	4,6	4,7	1,6	1,6	1,7	11,4	13,6	12,0	36,7%	35,3%	35,5%	8,2%	8,2%	8,2%
BT	1,4	4,6	4,0	3,9	1,0	1,1	1,1	10,1	9,6	8,9	22,4%	26,7%	27,5%	5,7%	4,9%	5,3%
DT	10,3	4,5	4,6	4,7	1,4	1,5	1,5	15,5	14,3	13,8	31,6%	31,7%	31,8%	7,6%	7,0%	7,0%
FT	15,1	4,5	4,9	4,9	1,5	1,7	1,7	8,9	8,6	8,4	33,3%	34,7%	34,6%	9,3%	9,3%	9,3%
KPN	11,1	5,6	5,4	5,4	2,1	2,2	2,2	12,2	9,9	9,3	38,2%	40,3%	40,4%	6,2%	7,2%	7,7%
Swisscom	393,2	6,3	6,5	6,5	2,5	2,5	2,5	10,4	10,9	10,7	39,6%	38,3%	38,5%	5,7%	5,9%	6,2%
TELEFONICA	16,9	5,4	5,5	5,5	2,2	2,2	2,1	9,9	9,4	9,0	39,9%	38,9%	38,7%	6,8%	8,3%	9,2%
TeliaSonera	53,5	8,2	7,8	7,6	2,7	2,7	2,7	12,3	11,6	10,9	32,7%	35,0%	35,0%	3,9%	4,7%	5,1%
TI	1,0	4,9	4,9	4,8	2,0	2,0	2,0	9,6	8,6	8,1	41,0%	41,3%	41,5%	5,3%	5,7%	6,4%
Mediana		5,0	5,1	5,1	1,9	1,8	1,8	10,6	10,3	10,2	36%	35%	36%	7,2%	7,5%	7,8%



Model DCF

(mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	TV
Przychody ze sprzedaży	16 560	15 835	15 644	15 481	15 617	15 829	15 926	15 971	16 071	16 213
<i>zmiana</i>	-8,8%	-4,4%	-1,2%	-1,0%	0,9%	1,4%	0,6%	0,3%	0,6%	0,9%
EBITDA	6 246,0	5 850,9	5 913,9	6 062,2	6 248,8	6 425,6	6 463,4	6 450,1	6 438,1	6 445,3
<i>marża EBITDA</i>	37,7%	36,9%	37,8%	39,2%	40,0%	40,6%	40,6%	40,4%	40,1%	39,8%
Amortyzacja	4 150,0	3 849,0	3 786,3	3 726,1	3 671,9	3 575,8	3 474,6	3 381,0	3 294,0	3 213,7
EBIT	2 096,0	2 001,9	2 127,6	2 336,1	2 577,0	2 849,8	2 988,8	3 069,1	3 144,1	3 231,6
<i>marża EBIT</i>	12,7%	12,6%	13,6%	15,1%	16,5%	18,0%	18,8%	19,2%	19,6%	19,9%
Opodatkowanie EBIT	398,2	380,4	404,2	443,9	489,6	541,5	567,9	583,1	597,4	614,0
NOPLAT	1 697,8	1 621,6	1 723,3	1 892,2	2 087,3	2 308,3	2 421,0	2 486,0	2 546,7	2 617,6
CAPEX	-2 185	-2 909	-2 884	-2 913	-2 230	-2 058	-2 070	-2 076	-2 089	-2 108
Kapitał obrotowy	-423,0	-211,7	-266,1	-55,8	20,8	64,6	105,4	123,7	179,0	32,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	2 350,3	2 359,9	2 650,1	3 549,8	3 891,0	3 930,6	3 914,4	3 930,5	3 755,7	
WACC	10,6%	10,6%	10,7%	11,0%	11,5%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,6%
<i>współczynnik dyskonta</i>	90,4%	81,7%	73,8%	66,5%	59,6%	53,3%	47,7%	42,6%	30,6%	
PV FCF	2 124,3	1 927,8	1 955,3	2 358,9	2 319,9	2 095,8	1 866,6	1 676,2		
WACC	10,6%	10,6%	10,7%	11,0%	11,5%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,6%
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%	19,0%
Dług netto / EV	18,7%	18,7%	17,4%	12,4%	5,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Wzrost FCF po okresie prognozy			0,0%							
Wartość rezydualna (TV)			32 376							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)			9 896							
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy			19 038							
Wartość firmy (EV)			28 934							
Dług netto			4 190							
DPTG			-385							
Udziałowcy mniejszościowi			14							
Wartość firmy			24 345							
Liczba akcji (mln)			1 368,8							
Wartość firmy na akcję (PLN)			18,2							
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego			8,9%							
Cena docelowa			19,8							
EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej (adj.)			5,3							
P/E(*10) dla ceny docelowej (adj.)			20,3							
Udział TV w EV			34%							

Analiza wrażliwości

	-3,0%	-2,0%	0,0%	2,0%	3,0%
WACC +1,0pp	16,5	16,9	17,8	19,1	19,9
WACC +0,5pp	17,3	17,7	18,8	20,2	21,2
WACC	18,2	18,7	19,8	21,5	22,7
WACC -0,5pp	19,1	19,6	21,0	22,9	24,3
WACC -01,0pp	20,1	20,7	22,3	24,5	26,1

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	18 244,0	18 164,0	16 560,0	15 835,1	15 643,7	15 480,8	15 616,6
<i>zmiana</i>	-2,0%	-0,4%	-8,8%	-4,4%	-1,2%	-1,0%	0,9%
Telefonia stacjonarna	7 616,0	6 783,0	5 907,0	5 477,6	5 128,6	4 942,4	4 882,8
Rozliczenia międzyoperatorskie	783,0	966,0	1 081,0	1 192,4	1 254,3	1 290,6	1 315,1
Telefonia komórkowa	7 462,0	8 023,0	7 188,0	6 881,1	6 908,3	6 794,9	6 846,9
Transmisja danych	2 255,0	2 479,0	2 590,0	2 599,9	2 726,9	2 859,5	2 997,9
Pozostałe	911,0	878,0	874,0	876,6	879,9	884,1	889,0
Koszty operacyjne	14 996,0	14 962,0	14 464,0	13 833,2	13 516,1	13 144,8	13 039,7
Wynagrodzenia	2 399,0	2 305,0	2 376,0	2 271,0	2 163,7	2 047,9	1 969,8
Amortyzacja	4 439,0	4 317,0	4 150,0	3 849,0	3 786,3	3 726,1	3 671,9
Rozliczenia międzyoperatorskie	2 518,0	2 624,0	2 179,0	2 074,4	2 033,7	1 935,1	1 952,1
Usługi obce	3 551,0	3 746,0	3 795,0	3 678,3	3 606,6	3 541,9	3 563,6
Pozostałe	6 528,0	6 287,0	6 114,0	5 809,5	5 712,1	5 619,9	5 554,2
EBIT	3 248,0	3 313,0	2 096,0	2 001,9	2 127,6	2 336,1	2 577,0
<i>zmiana</i>	-3,5%	2,0%	-36,7%	-4,5%	6,3%	9,8%	10,3%
<i>marża EBIT</i>	17,8%	18,2%	12,7%	12,6%	13,6%	15,1%	16,5%
Wynik na działalności finansowej	-418,0	-718,0	-499,0	-384,7	-381,5	-373,7	-325,5
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
Zysk brutto	2 830,0	2 595,0	1 597,0	1 617,2	1 746,0	1 962,4	2 251,4
Podatek dochodowy	555,0	405,0	315,0	307,3	331,7	372,8	427,8
Udziałowcy mniejszościowi	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Zysk netto	2 273,0	2 188,0	1 280,0	1 307,9	1 412,3	1 587,5	1 821,7
<i>zmiana</i>	8,5%	-3,7%	-41,5%	2,2%	8,0%	12,4%	14,7%
<i>marża</i>	12,5%	12,0%	7,7%	8,3%	9,0%	10,3%	11,7%
Amortyzacja	4 439,0	4 317,0	4 150,0	3 849,0	3 786,3	3 726,1	3 671,9
EBITDA	7 687,0	7 630,0	6 246,0	5 850,9	5 913,9	6 062,2	6 248,8
<i>zmiana</i>	-2,2%	-0,7%	-18,1%	-6,3%	1,1%	2,5%	3,1%
<i>marża EBITDA</i>	42,1%	42,0%	37,7%	36,9%	37,8%	39,2%	40,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1 368,8	1 335,6	1 335,6	1 335,6	1 335,6	1 335,6	1 335,6
EPS	1,6	1,6	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4
CEPS	4,9	4,9	4,1	3,9	3,9	4,0	4,1
ROAE	12,7%	12,5%	7,6%	8,1%	9,1%	10,5%	12,3%
ROAA	7,0%	6,9%	4,2%	4,7%	5,4%	6,2%	7,3%



Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	32 422,0	31 234,0	29 356,0	26 728,7	25 987,3	25 454,5	24 253,6
Majątek trwały	28 960,0	26 980,0	25 167,0	24 208,6	23 305,9	22 492,3	21 050,6
RMK	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Udział w spółkach wyc. met praw własn.	489,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa finansowe	2,0	59,0	117,0	117,0	117,0	117,0	117,0
Rzeczowy majątek trwały	21 120,0	19 589,0	17 743,0	16 468,9	15 563,4	14 746,8	13 302,9
Wartości niematerialne i prawne	7 091,0	6 908,0	6 783,0	7 098,7	7 101,6	7 104,5	7 106,7
Aktywo podatkowe	251,0	417,0	517,0	517,0	517,0	517,0	517,0
Majątek obrotowy	3 462,0	4 254,0	4 189,0	2 520,1	2 681,3	2 962,2	3 203,0
Środki pieniężne	642,0	1 640,0	2 218,0	644,2	654,5	956,5	1 183,1
RMK	263,0	102,0	119,0	120,8	122,6	124,4	126,3
Należności	1 795,0	1 814,0	1 475,0	1 388,3	1 542,9	1 526,9	1 540,3
Pozostałe aktywa finansowe	394,0	240,0	124,0	124,0	124,0	124,0	124,0
Zaliczka na podatek dochodowy	52,0	166,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Zapasy	316,0	292,0	229,0	218,8	213,3	206,4	205,3
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	32 422,0	31 234,0	29 356,0	26 728,7	25 987,3	25 454,5	24 253,6
Kapitał własny	17 760,0	17 217,0	16 579,0	15 883,5	15 292,3	14 876,3	14 694,5
Kapitał akcyjny	4 200,0	4 106,0	4 007,0	4 007,0	4 007,0	4 007,0	4 007,0
Kapitał z emisji akcji	832,0	832,0	832,0	832,0	832,0	832,0	832,0
Kapitał z przesz. środków trw.	-702,0	-704,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-18,0	8,0	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0
Zyski zatrzymane	13 448,0	12 975,0	11 649,0	10 953,5	10 362,3	9 946,3	9 764,5
Udziałowcy mniejszościowi	13,0	13,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Zobowiązania długoterminowe	3 340,0	6 585,0	7 534,0	6 452,9	6 427,3	6 396,0	5 390,9
Dług	1 920,0	5 075,0	6 033,0	5 000,0	5 000,0	5 000,0	4 000,0
Zobowiązania i rozliczenia między.	876,0	873,0	999,0	954,7	930,3	900,6	895,7
Rezerwy	473,0	578,0	449,0	449,0	449,0	449,0	449,0
Przychody przyszłych okresów	71,0	59,0	53,0	49,2	48,0	46,4	46,2
Rezerwa na podatek odroczoney	3,0	4,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Zobowiązania krótkoterminowe	11 306,0	7 415,0	5 222,0	4 371,3	4 246,7	4 161,2	4 147,2
Dług	4 012,0	2 100,0	375,0	200,0	200,0	200,0	200,0
Zobowiązania i rozliczenia między.	5 041,0	3 073,0	2 566,0	2 243,0	2 132,6	2 064,4	2 053,2
Zobowiązania z tyt. Podatku	559,0	498,0	490,0	490,0	490,0	490,0	490,0
Rezerwy	1 177,0	1 220,0	1 208,0	883,0	883,0	883,0	883,0
Przychody przyszłych okresów	517,0	524,0	583,0	555,3	541,1	523,8	521,0
Dług	6 895,0	5 932,0	7 175,0	6 408,0	5 200,0	5 200,0	5 200,0
Dług netto	6 219,0	5 290,0	5 535,0	4 190,0	4 555,8	4 545,5	4 243,5
(Dług netto / Kapitał własny)	34,4%	29,8%	32,1%	25,3%	28,7%	29,7%	28,5%
(Dług netto / EBITDA)	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7
BVPS	12,9	13,0	12,9	12,4	11,9	11,4	11,1

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	8 721,0	6 389,0	5 367,0	5 005,0	5 313,0	5 633,6	5 840,8
EBITDA	7 687,0	7 630,0	6 246,0	5 850,9	5 913,9	6 062,2	6 248,8
Kapitał obrotowy	513,0	-2 150,0	94,0	-303,7	-301,1	-95,8	-33,2
Podatek	-555,0	-405,0	-315,0	-307,3	-331,7	-372,8	-427,8
Rezerwy	201,0	148,0	-141,0	-325,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	875,0	1 166,0	-517,0	90,0	32,0	40,0	53,0
Przepływy inwestycyjne	-3 677,0	-2 579,0	-2 185,0	-2 908,6	-2 883,7	-2 912,5	-2 230,2
Przepływy finansowe	-5 078,0	-2 812,0	-2 604,5	-3 669,8	-2 419,5	-2 419,5	-3 384,5
Dług	-963,0	1 243,0	-767,0	-1 208,0	0,0	0,0	-1 000,0
Dywidenda	-2 660,0	-2 753,0	-2 003,5	-2 003,5	-2 003,5	-2 003,5	-2 003,5
Odsetki zapłacone	-493,0	-562,0	-400,0	-406,3	-364,0	-364,0	-329,0
Odsetki otrzymane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Różnice kursowe	97,0	-94,0	-30,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe netto	-1 059,0	-646,0	596,0	-52,0	-52,0	-52,0	-52,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-34,0	998,0	578,0	-1 573,8	10,3	302,0	226,6
DPS (PLN)	2,0	2,1	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
FCF	4 780,9	3 437,5	3 239,8	2 348,3	2 356,9	2 650,1	3 548,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	20,2%	14,2%	13,2%	18,4%	18,4%	18,8%	14,3%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	9,6	9,5	16,2	15,9	14,7	13,1	11,4
P/CE	3,2	3,2	3,8	4,0	4,0	3,9	3,8
P/BV	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4
P/S	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
FCF/EV	17,7%	12,6%	12,5%	8,9%	9,0%	10,2%	14,3%
EV/EBITDA	3,5	3,6	4,2	4,5	4,5	4,3	4,0
EV/EBIT	8,3	8,2	12,4	13,2	12,4	11,1	9,6
EV/S	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6
DYield	12,8%	13,3%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Cena (PLN)	15,6						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1 368,8	1 335,6	1 335,6	1 335,6	1 335,6	1 335,6	1 335,6
MC (mln PLN)	21 770,0	21 770,0	21 770,0	21 770,0	21 770,0	21 770,0	21 770,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	13,0	13,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
EV (mln PLN)	27 073,0	27 318,0	25 974,0	26 339,8	26 329,5	26 027,5	24 800,9



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, 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

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:

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 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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku.

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 TPSA

Rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2010-04-23
kurs z dnia rekomendacji	16,35
WIG w dniu rekomendacji	42359,45