

# TPSA & NETIA

Telekomunikacja

Reuters: TPSA.WA, NTIA.WA Bloomberg: TPS PW, NET PW

24 października 2012

## W poszukiwaniu wysokich przepływów i niskich wycen: Netia lepsza od TPSA

**TPSA: Rekomendacja: Sprzedaj; Cena docelowa: PLN 12,3 zł**

**Netia: Rekomendacja: Trzymaj; Cena docelowa : PLN 6,0 zł**

**TPSA przyznała, że prawdziwa skala ofert na nielimitowane rozmowy i wiadomości SMS, wprowadzonych przez konkurencję w segmentach post- i pre-paid, ma bardzo niekorzystny wpływ na jej wyniki i przepływy gotówkowe. Pogorszenie się kapitału obrotowego i wyników w segmencie komórkowym w 2012 r. spowodował, że spółka aż o 33% obniżyła swoją dywidendę na 2013 r., a wysokość dywidendy stanowiła dotychczas fundament, dzięki któremu cena akcji TPSA utrzymywała się powyżej 15 zł. Wszystkie te czynniki spowodują zapewne spadek kursu akcji TPSA, a jednocześnie wywrą presję na kurs akcji Netii. Proste porównanie obu spółek uwidacznia naszym zdaniem liczne zalety Netii, takie jak choćby wysoka stopa wolnych przepływów pieniężnych, spodziewany wzrost wyników w 2013 r. i znacznie niższy wskaźnik EV/EBITDA. Wycena w oparciu o model DCF (12,3 zł za akcję TPSA i 6,0 zł za akcję Netii) wskazuje na 5% potencjału spadku ceny akcji operatora dominującego i 4% potencjału wzrostu dla operatora alternatywnego. Na tej podstawie wydajemy dla spółek rekomendacje odpowiednio **SPRZEDAJ** i **TRZYMAJ**, zalecamy też przeważanie Netii kosztem TPSA.**

Poniżej zestawiamy najważniejsze przewagi Netii nad TPSA. Prezentujemy również naszą opinię co do ryzyka związanego z zajęciem takiej pozycji.

- Prognoza finansowa na rok 2013.** Przyszły rok będzie zapewne trudny dla TPSA, spodziewamy się niekorzystnej sytuacji makroekonomicznej i kontynuacji wojny cenowej w segmencie komórkowym: zysk EBITDA spółki spadnie prawdopodobnie o ok. 10% r/r. EBITDA Netii, po restrukturyzacji i z niemal pełnymi efektami synergii, powinno wzrosnąć w 2013 r. do ok. 600 mln zł, co oznacza poprawę o 10%. Netia lepsza od TPSA.
- Wolne przepływy pieniężne netto.** W 2012 r. wolne przepływy pieniężne netto TPSA w sięgają 1,5-1,6 mld zł — odbicie w 2013 r. wydaje się być mało prawdopodobne. Wolne przepływy pieniężne netto Netii w 2012 r. na poziomie 330 mln zł powinny pozostać stabilne również w przyszłym roku.
- Stopa wolnych przepływów pieniężnych.** Dla TPSA stopa wynosi przy obecnym kursie 9,1%, w przypadku Netii sięga 14,7%. Netia lepsza od TPSA.
- Wynagrodzenie akcjonariuszy.** Dywidenda TPSA w wysokości 1 zł na akcję pozostanie prawdopodobnie na niezmiennym poziomie również w 2014 r. Jeśli cena zapłacona przez spółkę za częstotliwości GSM okaże się niska, możliwa jest realizacja programu skupu akcji. Stopa: 7,3%. Program wykupu akcji własnych Netii daje w 2012 r. 5,6%, a w 2013 r. program obejmujący dywidendę i wykup akcji zostanie prawdopodobnie rozszerzony do co najmniej 150 mln zł. Stopa: 7,1%.
- Wskaźnik EV/EBITDA.** Jeśli TPSA wygeneruje w 2013 r. zysk EBITDA na poziomie 4,35 mld zł, spółka będzie notowana ze wskaźnikiem EV/EBITDA wynoszącym 5,8x. W przypadku Netii brak kosztów jednorazowych w 2013 r. powinien zapewnić spółce zysk EBITDA powyżej 600 mln zł, co oznaczałoby wskaźnik EV/EBITDA na poziomie 4,0x. Netia lepsza od TPSA.
- Prognozy finansowe.** Wyniki TPSA będą z pewnością się pogarszać, natomiast obniżenie przez nas prognoz i ceny docelowej dla Netii to efekt ostrożności — nasze prognozy i porównania w tej analizie mogą wypaść dla Netii nieco zbyt niekorzystnie.
- Zaufanie do prognoz zarządu.** Po II kw. 2012 r. Netia skorygowała w dół swoją prognozę na rok finansowy 2012 (zysk EBITDA pozostał bez zmian, podniesiono natomiast wolne przepływy pieniężne netto). W przypadku TPSA 33-procentowe zmniejszenie wysokości dywidendy i obniżenie oficjalnych prognoz na rok finansowy 2012 było dużą niespodzianką — zaufanie rynku do przyszłych prognoz TPSA może przez to zmaleć.
- Reakcja analityków.** Oczekiwane jest powszechne obniżenie prognoz rynkowych i ceny docelowej spółki TPSA.
- Ryzyka dla naszego scenariusza.** 1) TPSA przeznaczy maks. 1 mld zł na zakup częstotliwości GSM, co może oznaczać jednorazową wypłatę nawet 1 mld zł (0,7 zł na akcję, stopa: 5,9%). 2) W 2013 r. może nastąpić zakończenie/odwrócenie negatywnego trendu w kapitale obrotowym TPSA, co oznaczałoby jednorazowy napływ gotówki w kwocie 400/800 mln zł (0,3/0,6 zł na akcję, stopa: 2,3%/4,7%). 3) Silny segment biznesowy Netii może być dotknięty czynnikami identycznymi jak w TPSA, co obniżyłoby wolne przepływy pieniężne w spółce.

Nasze skorygowane modele DCF wskazują na 12-miesięczne ceny docelowe wynoszące 12,3 zł za akcję TPSA i 6,0 zł za akcję Netii. Wycena porównawcza oparta na wskaźnikach EV/EBITDA sugeruje ceny na poziomie odpowiednio 10,7 zł i 6,8 zł. Nasza wycena w oparciu o model DCF wskazuje na 5,4% potencjał spadkowy dla akcji większej z omawianych spółek i 4,2% potencjał wzrostu dla kursu akcji operatora alternatywnego. Dlatego powracamy do rekomendacji **SPRZEDAJ** dla TPSA, w przypadku Netii podtrzymujemy natomiast zalecenie **TRZYMAJ**.

### TPSA, Netia: podsumowanie

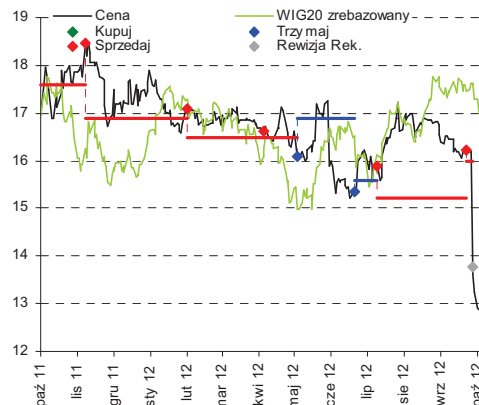
w milionach PLN, o ile nie podano inaczej

	TPSA				Netia			
	2011	2012P	2013P	2014P	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody	14 922	14 091	12 450	11 935	1 619	2 121	2 116	2 116
EBITDA	5 928	4 864	4 347	4 185	606	550	604	601
EBIT	2 225	1 568	1 287	1 363	303	78	146	196
Zysk netto	1 918	843	615	705	249	44	107	154
P/E (x)	8,9	20,2	27,7	24,2	8,3	47,3	19,5	13,5
EV/EBITDA (x)	3,2	4,7	5,8	5,9	2,9	4,8	4,0	4,0

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK. \* TPSA dług netto powiększony o 2 mld zł płatności z tytułu licencji.

## TPSA Sprzedaj

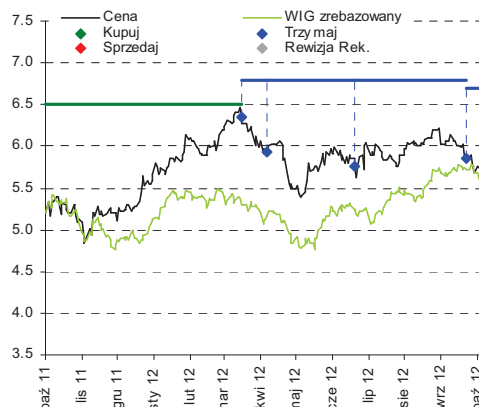
Zalecenie taktyczne	-
Cena (zł, 23 października 2012)	12,86
Cena docelowa (zł, 12-miesięczna)	12,30
Kapitalizacja (mln zł)	17 433
Free float (%)	48,5
Liczba akcji (mln)	1 355,6



Wykres mierzy zmianę ceny akcji w stosunku do indeksu WIG20. 23/10/2012 indeks WIG20 zamknął się na poziomie 2 310.

## Netia Trzymaj

Zalecenie taktyczne	-
Cena (zł, 23 października 2012)	5,74
Cena docelowa (zł, 12-miesięczna)	6,00
Kapitalizacja (mln zł)	2 217
Free float (%)	80,7
Liczba akcji (mln)	386,2



Wykres mierzy zmianę ceny akcji w stosunku do indeksu WIG20. 23/10/2012 indeks WIG zamknął się na poziomie 43 146.

Zespół analiz:

**Paweł Puchalski, CFA**

## Erozja

### Wznowienie rekomendacji SPRZEDAJ. 12-miesięczna cena docelowa obniżona do 12.3 zł

17go października spółka rozczarowała rynek obniżając oczekiwaną wypłatę dla akcjonariuszy z 2,4 mld zł (dywidenda wynosząca 1,5 zł na akcję i 400 mln zł na skup akcji własnych) do 1,3 mld zł (dywidenda na poziomie 1 zł na akcję). To rezultat znacznego zaostrzenia konkurencji w branży telefonii komórkowej w efekcie wprowadzenia ofert nielimitowanych rozmów i wiadomości tekstowych w segmentach post- i pre-paid – naszym zdaniem może to być koniec oligopolu na rynku telefonii komórkowej. Dlatego niezależnie od rozsądności trzyletniej strategii TPSA, która ma zostać zaprezentowana w lutym 2013 r., nowe oferty konkurencji mogą sprawić, że natychmiast stanie się ona nierealistyczna. Dywidenda wynosząca 1,5 zł na akcję była dotychczas fundamentem ceny akcji spółki, te czasy chyba już jednak minęły. Rozczarowująca prognoza i wysokie ryzyko kontynuacji wojny cenowej będą w dalszym ciągu negatywnie wpływać na kurs akcji TPSA w nadchodzących miesiącach, nie wspominając o spodziewanych słabych wynikach w kolejnych trzech kwartałach. W oparciu o model DCF wyznaczaliśmy 12-miesięczną cenę docelową akcji spółki na 12.3 zł, co oznacza 5% potencjał spadku względem bieżącego kursu – ponownie wydajemy dla TPSA rekomendację SPRZEDAJ.

17go października spółka rozczarowała rynek obniżając swoją dywidendę (utrzymującą kurs akcji TPSA powyżej 15 zł) o 33%, ze stabilnego poziomu 1,5 zł do 1 zł. Okazało się również, że kwota 400 mln zł, zarezerwowana na program skupu akcji własnych, zostanie przeznaczona na zakup częstotliwości. Spółka twierdzi, że: 1) niekorzystna sytuacja makroekonomiczna i 2) bardzo silna konkurencja cenowa doprowadziły do spadku jej wskaźnika ARPU w komórkach do poziomów znacznie poniżej oczekiwań. Ten ostatni aspekt dotyczy przede wszystkim segmentu usług dla biznesu, w którym — jak mówi prezes TPSA — spadki są dramatyczne.

Obniżenie prognoz na 2012 r. wskazuje na przychody 14,1 mld zł i 4,93 mld zł zysku EBITDA (dla wartości w środku przedziału), natomiast w najgorszym przypadku wyniki te mogą wynieść odpowiednio 14 mld zł i 4,8 mld zł (konsensus rynkowy wskazuje na 14,4 mld zł przychodów i 5,1 mld zł zysku EBITDA). Niższe wolne przepływy pieniężne netto w 2012 r. są wynikiem obniżenia zysku EBITDA i pogorszenia kapitału obrotowego. O ile kapitał obrotowy stanowi mniejszy problem, o tyle spadek zysku EBITDA jest zdecydowanie istotny — prognoza na rok finansowy 2012 (dla wartości w środku przedziału) wskazuje na obniżenie zysku EBITDA za IV kw. 2012 r. (z uwzględnieniem pełnego wpływu wojny cenowej) o ok. 200 mln zł r/r. Jeśli takie tempo spadku pojawi się we wszystkich kolejnych kwartałach, w 2013 r. TPSA może odnotować zysk EBITDA niewiele przekraczający 4 mld zł (to o 14% poniżej konsensusu rynkowego wskazującego na 5 mld zł).

Skala spadku na rynku telefonii komórkowej pozostawała niewiadomą do momentu, gdy TPSA przedstawiła w ubiegłym tygodniu swoje alarmujące dane. Oferty nieograniczonych rozmów i wiadomości SMS (których negatywny wpływ nie będzie w pełni dostrzegalny do IV kw. 2012 r.) mogą obniżyć roczny zysk EBITDA TPSA o 1 mld zł, natomiast możliwa redukcja nakładów inwestycyjnych jest ograniczona do ok. 0.5 mld zł. Nasz zrewidowany model DCF wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową akcji spółki na poziomie 12.3 zł, wycena porównawcza sugeruje z kolei 10.7 zł za akcję. Co więcej, teraz już żaden z segmentów TPSA nie gwarantuje wzrostu ani stabilnych przepływów gotówkowych. Wycena wg. modelu DCF implikuje 5.4% potencjału spadku wobec dzisiejszej ceny akcji, w związku z czym wznawiamy rekomendację SPRZEDAJ dla spółki.

#### TPSA: Podsumowanie prognoz finansowych

W milionach PLN, o ile nie podano inaczej

	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Revenue	16 560	15 715	14 922	14 091	12 450	11 935
EBITDA	6 246	4 700	5 928	4 864	4 347	4 185
EBIT	2 096	908	2 225	1 568	1 287	1 363
Net profit	1 315	107	1 918	843	615	705
P/E (x)	12,6	155,4	8,6	20,2	27,7	24,2
EV/EBITDA (x)	3,3	4,3	3,1	4,7	5,8	5,9

Źródło: Company data, Szacunki DM BZ WBK

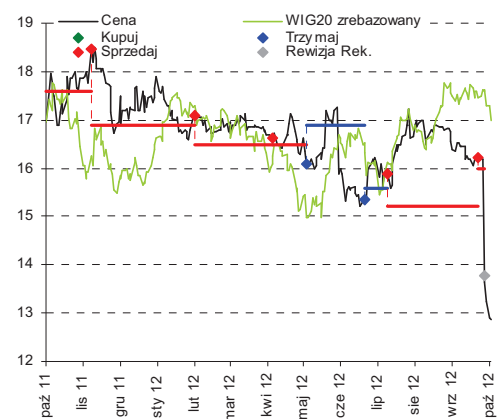
## Rekomendacja

**SPRZEDAJ**

Zalecenie taktyczne

—

Cena (zł, 23 października 2012)	12,86
Cena docelowa (zł, 12-miesięczna)	12,30
Kapitalizacja (mln zł)	17 433
Free float (%)	48,5
Liczba akcji (mln)	1 310
Średni dzienny obrót (3 m-ce, akcje)	2,94m
EURPLN	4,14
USDPLN	3,20



Wykres mierzy zmianę ceny akcji w stosunku do indeksu WIG20. 23/10/2012 indeks WIG20 zamknął się na poziomie 2 310.

#### Ostatnie rekomendacje

Rek.	Data	Cena		Zmiana kursu	
		w dniu publikacji	cena docelowa	absolutna	względna (p.p)
Rew.	10/17/2012	13.79	n.a.	-6.7%	-3.3
Sprz.	10/12/2012	16.22	16.00	-15.0%	-15.6
Sprz.	7/30/2012	15.90	15.20	2.0%	-6.4
Trz.	7/10/2012	15.35	15.60	3.6%	6.1
Trz.	5/24/2012	16.07	16.90	-4.5%	-0.1
Sprz.	4/26/2012	16.63	16.50	-3.4%	0.0
Sprz.	2/21/2012	17.10	16.50	-2.7%	0.0
Sprz.	11/28/2011	18.45	16.90	-7.3%	-0.1

#### Główni akcjonariusze

	% głosów
France Telecom	49.8

#### Opis spółki

Narodowy operator telefoniczny.

#### Zespół analiz:

Paweł Puchalski, CFA

# W cieniu TPSA

**Rekomendacja TRZYMAJ podtrzymana. 12-miesięczna cena docelowa obniżona do 6.0 zł.**

Na nastawienie rynku do Netii w dużej mierze wpłynęła naszym zdaniem przedstawiona niedawno przez TPSA bardzo ponura prognoza dla segmentu telefonii komórkowej. Znaczne obniżenie prognozy TPSA na rok finansowy 2012 i zmniejszenie wypłaty dla akcjonariuszy o 46% (uwzględniając kwotę 400 mln zł, która została wycofana z programu wykupu akcji własnych w 2012 r.) rzuca bardzo realny cień na prognozę finansową Netii. Istotną część działalności biznesowej spółki stanowi obsługa przedsiębiorstw — przeniesienie wymagań firm (niższe ceny wpływające na zysk EBITDA, dłuższe terminy płatności obniżające kapitał obrotowy) z segmentu telefonii komórkowej na segment telefonii stacjonarnej może okazać się dla niej prawdziwym zagrożeniem. Choć ze strony samej spółki nie płyną żadne negatywne sygnały, zdecydowaliśmy się na ostrożne podejście i obniżyliśmy nasze prognozy średnio- i długoterminowe. Wysokie wolne przepływy pieniężne netto spółki, nasze silne przekonanie, że w lutym 2013 r. przedstawi ona długoterminową politykę dywidendową, oraz niskie prognozowane wskaźniki EV/EBITDA popierają tezę, że Netia jest bezpieczną inwestycją. Każdy kolejny kwartał solidnych wyników Netii można traktować jako argument za przywróceniem naszych wcześniejszych (wyższych) prognoz i ceny docelowej, uważamy jednak, że spadek, który cena akcji TPSA dopiero odnotuje, może negatywnie wpłynąć na wycenę Netii na GPW. Obecnie, w oparciu o naszą konserwatywną 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 6,0 zł, podtrzymujemy dla Netii rekomendację TRZYMAJ.

Prognoza wyników za III kw. 2012 r. Słabość polskiego rynku telekomunikacyjnego przyniesie zapewne kolejny kwartał nienajlepszych wolumenów w przypadku Netii (data publikacji to 8 listopada). Konkurencja wprowadziła w III kw. 2012 r. kilka atrakcyjnych cenowo ofert na usługi szerokopasmowe i telewizyjne, spodziewamy się więc, że liczba nowych klientów w obu tych segmentach wypadnie w Netii rozczarowująco. Jednorazowe koszty restrukturyzacji sięgną naszym zdaniem w III kw. 2012 r. ok. 10 mln zł — to o 10 mln zł lepiej niż w kwartale ubiegłym. Na zysk EBITDA grupy pozytywnie wpłyną wyniki spółek Dialog i Crowley, dzięki czemu oficjalny kwartalny zysk EBITDA Netii powinien sięgnąć najwyższego w historii poziomu 142 mln zł. Wyniki finansowe spółki będą obciążone przez znaczne zadłużenie, brak dużych wydatków jednorazowych nie wpłynie natomiast na opodatkowanie (w II kw. 2012 r. odnotowano tu zysk 18 mln zł), toteż zysk netto Netii powinien wynieść 12 mln zł. Wolumeny wprawdzie rozczarują, jednak efekty synergii, pokrycie kosztów większej części restrukturyzacji i pozytywna prognoza dla wolnych przepływów pieniężnych netto będą stanowić najważniejsze kwestie w III kw. 2012 r.

Informacje przekazane niedawno przez TPSA (spadek wyników finansowych ze względu na niekorzystne warunki makroekonomiczne i wojny cenowe w segmencie komórkowym dla firm) nie mają bezpośredniego wpływu na finanse Netii. Mimo to wojny w segmencie telefonii komórkowej mogą łatwo przenieść się do segmentu telefonii stacjonarnej, w którym Netia prowadzi znaczną część swojej działalności i od którego jest w dużej mierze uzależniona. Dlatego — mimo braku sygnałów świadczących o pogarszaniu się wyników biznesowych lub spadku kapitału obrotowego spółki — ostrożnie wprowadziliśmy do naszej prognozy dla Netii kilka trendów negatywnych. Z ich powodu długoterminowa prognoza dla zysku EBITDA przewiduje poziom nieco powyżej 600 mln zł (pełne efekty synergii i wpływy z niedawno przejętych podmiotów w zestawieniu z powolnym spadkiem w „starej Netii”), co wskazuje na 2-/8-procentowy potencjał spadku względem naszych wcześniejszych prognoz na lata 2013/14.

Nasz zrewidowany model DCF wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 6,0 zł, wycena porównawcza sugeruje natomiast cenę 5,0 zł. W dalszym ciągu podkreślamy, że obniżenie ceny docelowej wyznaczonej w oparciu o model DCF z 6,7 zł na 6,0 zł wynika wyłącznie z bardzo nieciekawych prognoz dla całego segmentu podanych niedawno przez TPSA. Zakładamy tylko, że wojna cenowa tocząca się w segmencie komórkowym rozszerzy się na segmenty usług szerokopasmowych i telefonii stacjonarnej lub że w tych dwóch segmentach wzrosną wymagania związane z kapitałem obrotowym — Netia nie wspomina o słabnących wynikach, nie podała też swoich prognoz biznesowych. Dlatego każdy kwartał solidnych wyników spółki można traktować jako argument za przywróceniem naszych wcześniejszych prognoz i ceny docelowej. Przy obecnym kursie akcji spółka jest notowana 4,2% poniżej naszej ceny docelowej wyznaczonej w oparciu o model DCF, dlatego pozostawiamy naszą rekomendację dla Netii bez zmian — TRZYMAJ.

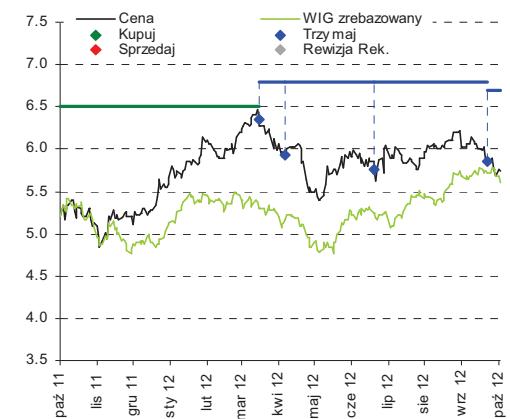
**Netia: Podsumowanie prognoz finansowych**  
W milionach PLN, o ile nie podano inaczej

	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody	1 506	1 569	1 619	2 121	2 116	2 116
EBITDA	313	580	606	550	604	601
EBIT	14	286	303	78	146	196
Zysk netto	89	264	249	44	107	154
P/E (x)	23,1	7,8	8,3	47,3	19,5	13,5
EV/EBITDA (x)	5,9	3,1	2,9	4,8	4,0	4,0

Źródło: Company data, Szacunki DM BZ WBK

**Rekomendacja TRZYMAJ**  
Zalecenie taktyczne —

Cena (zł, 23 października 2012)	5,74
Cena docelowa (zł, 12-miesięczna)	6,00
Kapitalizacja (mln zł)	2 217
Free float (%)	80,7
Liczba akcji (mln)	386,2
Średni dzienny obrót (3 m-ce, akcje)	0,46m
EURPLN	4,14
USDPLN	3,20



Wykres mierzy zmianę ceny akcji w stosunku do indeksu WIG. 23/10/2012 indeks WIG zamknął się na poziomie 43 146.

### Ostatnie rekomendacje

Rek.	Data	Cena		Zmiana kursu	
		w dniu publikacji	cena docelowa	absolutna	względna (p.p)
Trz.	10/12/2012	5.86	6.70	-2.0%	-0.1
Trz.	7/10/2012	5.75	6.80	1.9%	-7.1
Trz.	4/26/2012	5.94	6.80	-3.2%	-4.7
Trz.	4/4/2012	6.35	6.80	-6.5%	-4.0

### Główni akcjonariusze

	% głosów
Third Avenue Management	15.8
ING OFE	12.4
SISU Capital Limited	11.5
Aviva OFE	5.2
Netia (akcje własne)	3.4

### Opis spółki

Największy alternatywny operator telefoniczny.

### Zespół Analiz:

Pawel Puchalski, CFA

# Dom Maklerski BZ WBK SA

Pl. Wolności 15  
60-967 Poznań  
fax. +48 61 856 48 80  
www.dmbzwbk.pl

## Zespół Maklerów Transakcyjnych

Tomasz Leśniewski, Kierownik	tel. +48 61 856 43 67	tomasz.lesniewski@bzbwbk.pl
Grzegorz Skrzyczyński, Zastępca Kierownika	tel. +48 22 526 21 23	grzegorz.skrzyczynski@bzbwbk.pl
Artur Kolsut, Makler	tel. +48 22 526 21 25	artur.kolsut@bzbwbk.pl
Paweł Bartzczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	pawel.bartzczak@bzbwbk.pl
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	pawel.kubiak@bzbwbk.pl
Sławomir Koźlarek, Makler	tel. +48 61 856 50 13	slawomir.kozlarek@bzbwbk.pl
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@bzbwbk.pl
Paweł Łabęcki, Makler	tel. +48 61 856 50 38	pawel.labecki@bzbwbk.pl
Karol Koszarski, Makler	tel. +48 61 856 45 68	karol.koszarski@bzbwbk.pl
Maciej Ciesielski, Makler	tel. +48 61 856 48 57	maciej.ciesielski@bzbwbk.pl
Jan Nowakowski, Makler	tel. +48 22 526 21 24	jan.nowakowski@bzbwbk.pl

### ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. (DM BZ WBK S.A.), podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów DM BZ WBK S.A. uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług.

Wszelkie znaki towarowe, oznaczenia usług i logo użyte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług lub zarejestrowanymi znakami towarowymi lub oznaczeniami usług DM BZ WBK S.A. lub podmiotów z Grupy BZ WBK. Autorem dokumentu jest DM BZ WBK S.A. DM BZ WBK S.A. przysługują prawa autorskie do niniejszego opracowania. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody DM BZ WBK S.A. jest zabronione.

DM BZ WBK S.A. nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Podmioty powiązane z DM BZ WBK S.A. mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach ze spółką/spółkami: Telekomunikacja Polska S.A., Netia S.A. („Emitent”), świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM BZ WBK S.A. może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM BZ WBK S.A. informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Niniejsza rekomendacja jest aktualna na moment jej sporządzenia i może się zmieniać w czasie.

DM BZ WBK S.A. mogą wydać w przyszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM BZ WBK S.A. nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu. DM BZ WBK S.A. informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Punkt widzenia wyrażony w raportach odzwierciedla osobistą opinię Analityka na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM BZ WBK S.A., Analityk nie przyjmuje innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje.

Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, DM BZ WBK S.A., Akcje.net, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DM BZ WBK S.A. ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jednak DM BZ WBK S.A. oraz spółki z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia w niniejszym dokumencie przygotowanym przez DM BZ WBK S.A. lub wysłanym przez DM BZ WBK S.A. do dowolnej osoby. Każda taka osoba będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i będzie odpowiedzialna za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi tematem niniejszego lub dowolnego innego dokumentu. Niniejsze oświadczenie będzie częścią oraz warunkiem każdej umowy zawartej przez DM BZ WBK S.A. lub jego spółki powiązane z każdą taką osobą odnośnie dowolnej transakcji instrumentami finansowymi. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

DM BZ WBK S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikłe wskutek zalecenia na podstawie niniejszego dokumentu.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE STANOWI OFERTY LUB ZAPROSZENIA DO SUBSKRYPCJI LUB ZAKUPU ORAZ DOKONANIA TRANSAKCJI NA INSTRUMENTACH FINANSOWYCH, ANI NIE MA NA CELU NAKŁANIANIA DO NABYCIA LUB ZBYCIA JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. NINIEJSZY DOKUMENT JEST PRZEDSTAWIONY PAŃSTWU WYŁĄCZNIE W CELACH INFORMACYJNYCH I NIE MOŻE BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY OSOBOM TRZECIM.

W SZCZEGÓLNOŚCI ANI NINIEJSZY DOKUMENT, ANI JEGO KOPIA NIE MOGĄ ZOSTAĆ BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO PRZEKAZANE LUB WYDANE W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, AUSTRALII, KANADZIE, JAPONII.

ROZPOWSZECZNIANIE BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W TYCH PAŃSTWACH LUB WŚRÓD OBYWATELI TYCH PAŃSTW LUB OSÓB W NICH PRZEBYWAJĄCYCH MOŻE STANOWIĆ NARUSZENIE PRAWA DOTYCZĄCEGO INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH OBOWIĄZUJĄCEGO W TYCH KRAJACH.

ROZPOWSZECZNIANIE LUB UDOSTĘPNIENIE TEGO DOKUMENTU NA TERYTORIUM INNYCH PAŃSTW MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ ODPOWIEDNIE PRZEPISY PRAWA. OSOBY UDOSTĘPNIAJĄCE LUB ROZPOWSZECZNIAJĄCE TEN DOKUMENT SĄ OBOWIĄZANE ZNAĆ TE OGRANICZENIA I ICH PRZESTRZEGAĆ.

W USA LUB WIELKIEJ BRYTANII NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ JEDYNE ROZPOWSZECZNIANIE WŚRÓD OSÓB, KTÓRE POSIADAJĄ PROFESJONALNĄ WIEDZĘ W ZAKRESIE INWESTOWANIA ZGODNIE Z ARTYKUŁEM 19(5), 38, 47 I 49 USTAWY Z 2000 ROKU O RYNKACH I USŁUGACH FINANSOWYCH I ROZPORZĄDZENIEM Z 2001.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ UJAWNIONY EMITENTOWI.

INFORMACJI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DM BZ WBK S.A.

DM BZ WBK S.A. INFORMUJE, IŻ INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

DM BZ WBK S.A. ZWRACA UWAGĘ, IŻ NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPLYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M. IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE, POLITYCZNE I PODATKOWE. WIĘCEJ INFORMACJI O INSTRUMENTACH FINANSOWYCH I RYZYKU Z NIM ZWIĄZANYM ZNAJDUJE SIĘ NA STRONIE [www.dmbzwbk.pl](http://www.dmbzwbk.pl) W SEKCJI Zastrzeżenia i ryzyko - INFORMACJE O INSTRUMENTACH FINANSOWYCH I RYZYKU

DECYZJA O ZAKUPIE WSZELKICH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Informacja „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważają”/„Niedoważają”/„Neutralne”) – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się lepiej/gorzej/neutralnie w stosunku do indeksu WIG20.



W przypadku zamieszczenia przy poszczególnych spółkach informacji „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważaj”/„Niedoważaj”/„Neutrale”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego. System rekomendacyjny DM BZ WBK S.A. opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważaj”/„Niedoważaj”/„Neutrale”) nie spełniają żadnego z powyższych wymogów. Ponadto w zależności od okoliczności mogą one stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Mid-caps – zamieszczenie spółki w portfolio mid-cap oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs danej spółki może zachować się w ciągu jednego miesiąca lepiej niż indeks WIG20. W przypadku sugerowania spółek w ramach portfela małych spółek („Mid-caps”) informacje dotyczące tego portfela jak i wskazanych w nim spółek nie powinny być postrzegane przez inwestorów jako zalecenia inwestycyjne. Dodawanie i zdejmowanie spółek z listy odbywa się ze względu na wymogi rotacji spółek na liście. Spółki z listy Mid-caps nie spełniają opisanych powyżej wymogów systemu rekomendacyjnego DM BZ WBK S.A. Ponadto w zależności od okoliczności mogą one stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów. Zmian wagi dla spółek, które już wcześniej znajdowały się w portfolio, nie należy pojmować jako zaleceń inwestycyjnych. Zmiany te mają na celu wyłącznie wyrównanie łącznej wagi wszystkich spółek do 100%. Osoby biorące udział w selekcji spółek do portfela Mid-caps mogą zawierać transakcje ich sprzedaży na WGPW, jeśli dana spółka znajduje się na liście spółek dłużej niż przez jeden miesiąc.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu DM BZ WBK S.A. korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożników średniocyklicznych,
- 4) zdyskontowanych dywidend (DDM).

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywna pozycja operacyjna, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowych) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na długoterminowym dwuletnim średnim konsensusie mnożników P/E oraz EV/EBITDA dla spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (w tym przypadku konsensus wg Bloomberg). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie danego analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny  
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
 P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję  
 EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto  
 PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków  
 EPS - zysk na akcję  
 CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu  
 FCF - wolne przepływy pieniężne  
 BV - wartość księgowa  
 ROE - zwrot na kapitale własnym

Definicje rekomendacji:

Kupuj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 15% w ciągu dwunastu miesięcy.  
 Trzymaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 15% w ciągu dwunastu miesięcy.  
 Sprzedaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu dwunastu miesięcy.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy Dom Maklerski BZ WBK S.A. wydał: 24 rekomendacji Kupuj, 21 rekomendację Trzymaj oraz 18 rekomendację Sprzedaj.

Emitent nie posiada akcji DM BZ WBK S.A.

Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz DM BZ WBK S.A.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Osoby sporządzające niniejszy dokument nie nabywały akcji Emitenta przed ich ofertą publiczną.

Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, mogą istnieć osoby, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

Grupa BZ WBK, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BZ WBK S.A. nie był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BZ WBK S.A. nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

DM BZ WBK S.A. nie nabywał lub nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

DM BZ WBK S.A. pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych spółki Telekomunikacja Polska S.A. na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

DM BZ WBK S.A. nie pełni roli animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

DM BZ WBK S.A. w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy nie otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta.

DM BZ WBK S.A. nie posiada akcji Emitenta instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Bank Zachodni WBK S.A., który jest podmiotem powiązanym z DM BZ WBK S.A., nie jest powiązany ani pośrednio powiązany z Emitentem.

DM BZ WBK S.A. nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Grupa BZ WBK może posiadać, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcje Emitenta instrumentów finansowych, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 1 % kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM BZ WBK S.A., które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

DM BZ WBK S.A. nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta (za wyjątkiem pełnienia roli animatora rynku). Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następujących dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, DM BZ WBK S.A. składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. DM BZ WBK S.A. nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu których DM BZ WBK S.A. sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez DM BZ WBK S.A. lub podmioty z nim powiązane.

W opinii DM BZ WBK S.A. niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść.

DM BZ WBK S.A. nie ma obowiązków podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

DM BZ WBK S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i niniejszy dokument został sporządzony w ramach prowadzonej przez DM BZ WBK S.A. działalności.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. z siedzibą w Poznaniu, pl. Wolności 15, 60 - 967 Poznań, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym Poznań – Nowe Miasto i Wilda, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000006408, nr NIP 778-13-59-968, kapitał zakładowy 44 973 500 zł w całości wpłacony.