

RAPORT

Poprawa sentymentu do sektora

Orange Polska

Rekomendacja	TRZYMAJ
Cena docelowa (PLN)	10,4
Cena bieżąca (PLN)	10,1
Stopa dywidendy	6,0%
Potencjał wzrostu	10,0%
Kapitalizacja (mln PLN)	13 292
Free float	48,5%
Bloomberg	OPL PW
Reuters	OPL.WA

Podnosimy naszą cenę docelową dla akcji Orange Polska do 10,4 PLN z 8,0 PLN poprzednio i podnosimy rekomendację do Trzymaj. Podnosimy naszą cenę docelową dla akcji Netii do 6,2 PLN za akcję z 5,6 PLN poprzednio. Ponieważ nasza wycena wraz z przewidywaną dywidendą oferuje 19% potencjał wzrostu kursu, utrzymujemy rekomendację Kupuj.

Orange Polska:

Coraz wolniejsze tempo spadku przychodów — W 2 kwartale Orange Polska spadła o 6,6% r/r i było to najniższe tempo spadku od sześciu kwartałów. 2 półrocze powinno przynieść stabilizację przychodów, szczególnie w segmencie komórkowym, ze względu na brak dalszych cięć taryf MTR.

Netia

Rekomendacja	KUPUJ
Cena docelowa (PLN)	6,2
Cena bieżąca (PLN)	5,6
Stopa dywidendy	8,3%
Potencjał wzrostu	19%
Kapitalizacja (mln PLN)	1 948
Free float	100%
Bloomberg	NET PW
Reuters	NTIA.WA

Podnosimy nasze prognozy dla EBITDA w 2014 — Sprzedaż Wirtualnej Polski oraz lepsza efektywność kosztowa pozwalają nam podnieść naszą prognozę dla EBITDA spółki na br. Przy spodziewanym 4,3% spadku przychodów telekomu (spadek ARPU w segmencie telefonii komórkowej oraz dalsze kurczenie się liczby linii w telefonii stacjonarnej) przewidujemy 3,1% wzrost EBITDA (wcześniej przewidywaliśmy 4,9% spadek).

Dywidenda może lekko rosnąć w 2015 — Po zapowiedzi wypłaty dywidendy 0,5 PLN na akcję z zysku za 2013 rok nie spodziewamy się niczego nowego od spółki przed podaniem wyników rocznych za 2014. Dalej uważamy jednak, że w 2015 roku sytuacja rynkowa pozwoli na niewielkie zwiększenie dywidendy do 0,60 PLN, i do 0,70 PLN na akcję w kolejnym roku. W naszych prognozach zakładamy, że spółka będzie wypłacała 1,0 PLN dywidendy na akcję od 2019 roku.

Wycena podniesiona do 10,4 PLN za akcję — Nasza wycena dla TPSA składa się z modelu DDM (zdyskontowane dywidendy) i DCF. Wycena akcji uzyskana metodą DDM to 9,6 PLN na akcję, a w modelu DCF uzyskaliśmy 11,2 PLN za akcję. Ponieważ nasza nowa cena docelowa wraz z oczekiwaną dywidendą (0,60 PLN) jest o 9,2% wyższa od ceny rynkowej, podnosimy rekomendację ze Sprzedaj na Kupuj.

Netia:

Zmiany w akcjonariacie — Ostatnie zmiany w akcjonariacie Netii mogą okazać się kolejnym krokiem w kierunku konsolidacji polskiego rynku telekomunikacyjnego. Spółki powiązane ze Zbigniewem Jakubasem posiadają już 23% akcji Netii, a po ostatnich publicznych deklaracjach Mennicy, spółki z udziałem większościowym inwestora, można sądzić że to nie koniec zakupów.

Jakie dalsze losy Netii? - Sądzymy także, że w przyszłości Zbigniew Jakubas może być zainteresowany sprzedażą swojego pakietu akcji inwestorowi branżowemu. W sposób naturalny nasuwa się skojarzenie z Polkomtelem, który poprzez przejęcie Netii mógłby wzmocnić się w segmencie stacjonarnym i rozwijać na bazie Netii usługi na sieci światłowodowej ETTH. Do takiej transakcji mogłoby dojść w ciągu 2-3 lat, po zmniejszeniu zadłużenia Cyfrowego Polsatu.

Wycena podniesiona do 6,2 PLN za akcję — Wyceniamy Netię na podstawie modelu DDM (zdyskontowane dywidendy) i DCF. Wycena akcji uzyskana metodą DDM to 5,79 PLN na akcję. W modelu DCF uzyskaliśmy wycenę akcji Netii na poziomie 6,6 PLN. Średnia z tych wycen to 6,2 PLN za akcję. Ponieważ nasza wycena wraz z przewidywaną dywidendą na 2015 rok zawiera 19% potencjał wzrostu, utrzymujemy rekomendację Kupuj.

Włodzimierz Giller
(0-22) 521-79-17
wlodzimierz.giller@pkobp.pl

PKO Dom Maklerski
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

31 lipca 2014

Spolki telekomunikacyjne - wskaźniki rynkowe

Spolka	Cena rynkowa (LC)	Stopa dywidendy			EV/EBITDA		
		2012	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
Orange Polska	10	4,5	5,4	6,5	4,1	4,3	4,5
Netia	6	7,5	7,6	7,7	4,1	4,5	4,7
Belgacom SA	25	8,0	6,2	6,1	6,0	6,3	6,4
BT Group PLC	387	2,5	2,8	3,2	6,2	6,2	6,1
Deutsche Telekom AG	12	4,2	4,0	4,1	6,0	5,9	5,8
Elisa OYJ	22	6,0	6,1	6,2	9,3	8,9	8,8
France Telecom SA	12	6,4	5,0	4,8	4,9	5,2	5,3
Iliad SA	211	0,2	0,2	0,3	11,5	10,2	8,7
Koninklijke KPN NV	2	0,0	2,8	3,8	6,7	7,1	7,1
Mobile Telesystems OJSC	269	8,1	8,4	9,1	3,9	3,9	3,8
Portugal Telecom SGPS SA	2	8,4	5,1	5,2	3,2	4,4	4,5
Swisscom AG	509	4,3	4,3	4,5	8,0	7,8	7,7
TalkTalk Telecom Group PL	318	3,2	3,8	4,3	11,7	16,6	11,7
TDC A/S	57	6,5	6,5	6,5	7,0	7,2	7,3
Tele2 AB	84	5,1	5,4	5,8	7,8	8,1	7,7
Telecom Italia SpA	1	1,3	1,8	2,0	4,9	5,6	5,7
Telefonica SA	12	6,1	6,1	5,9	5,6	6,3	6,2
Telekom Austria AG	7	0,7	0,7	1,1	5,3	5,5	5,4
Telenor ASA	148	4,6	5,2	5,7	7,8	7,1	6,9
TeliaSonera AB	52	5,8	5,9	6,1	8,4	8,7	8,5
Turk Telekomunikasyon AS	6	7,5	7,3	9,1	5,5	5,4	5,2
Turkcell Iletisim Hizmetleri	14	9,1	11,4	5,5	7,1	6,7	6,2
Vodafone Group PLC	205	9,3	6,2	5,6	5,3	5,4	5,9
Mediana		5,8	5,2	5,5	6,2	6,3	6,2

Zrodlo: Bloomberg, DM PKO BP

Orange Polska

Stabilizacja przychodów w zasięgu ręki

Trzymaj

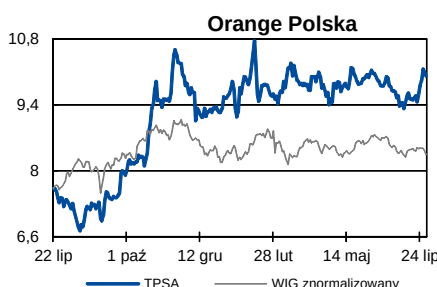
(z Sprzedaj)

Dane podstawowe

Cena bieżąca (PLN)	10,1
Cena docelowa (PLN)	10,4
Min 52 tyg (PLN)	6,7
Max 52 tyg (PLN)	10,8
Kapitalizacja (mln PLN)	13 292
EV (mln PLN)	18 479
Liczba akcji (mln szt.)	1 316
Free float	50,2%
Free float (mln PLN)	6 672
Śr. obrót/dzień (mln PLN)	22,23
Bloomberg	OPL.PW
Reuters	OPL.WA

Zmiana kursu	TPSA	WIG
1 miesiąc	3,2%	-2,2%
3 miesiące	1,6%	-2,1%
6 miesięcy	1,7%	0,8%
12 miesięcy	35,1%	8,9%

Akcjonariat	% akcji i głosów
France Telecom SA	50,7



Podnosimy naszą cenę docelową dla akcji Orange Polska do 10,4 PLN z 8,0 PLN poprzednio i podnosimy rekomendację ze Sprzedaj na Trzymaj.

Coraz wolniejsze tempo spadku przychodów — W 2 kwartale Orange Polska spadła o 6,6% r/r i było to najniższe tempo spadku od sześciu kwartałów. 2 półrocze powinno przynieść stabilizację przychodów, szczególnie w segmencie komórkowym, ze względu na brak dalszych cięć taryf MTR. Możliwa jest jednak dalsza presja na przychody w segmencie stacjonarnym, gdzie dalej wyraźnie spada ARPU.

Podnosimy nasze prognozy dla EBITDA w 2014 — Sprzedaż Wirtualnej Polski oraz lepsza efektywność kosztowa pozwalają nam podnieść naszą prognozę dla EBITDA spółki na br. Przy spodziewanym 4,3% spadku przychodów telekomu (spadek ARPU w segmencie telefonii komórkowej oraz dalsze kurczenie się liczby linii w telefonii stacjonarnej) przewidujemy 3,1% wzrost EBITDA (wcześniej przewidywaliśmy 4,9% spadek).

Co z przetargiem na częstotliwości LTE? — Odkładany przetarg na częstotliwości LTE pozostaje czynnikiem ryzyka dla projekcji przepływów pieniężnych spółki. Obecnie oczekiwania kwoty którą Orange Polska może wydać na zakup częstotliwości ewoluują w kierunku 1 mld PLN, choć nie znany jest termin przeprowadzenia aukcji. W naszych prognozach przewidujemy, że kwota 1mld PLN zostanie wydana na częstotliwości w przyszłym roku.

Dywidenda może lekko rosnąć w 2015 — Po zapowiedzi wypłaty dywidendy 0,5 PLN na akcję z zysku za 2013 rok nie spodziewamy się niczego nowego od spółki przed podaniem wyników rocznych za 2014. Dalej uważamy jednak, że w 2015 roku sytuacja rynkowa pozwoli na niewielkie zwiększenie dywidendy do 0,60 PLN, i do 0,70 PLN na akcję w kolejnym roku. W naszych prognozach zakładamy, że spółka będzie wypłacała 1,0 PLN dywidendy na akcję od 2019 roku. Nasze prognozy nie obejmują możliwości zapłaty kary nałożonej przez Komisję Europejską (127m EUR).

Dywidendowa premia poniżej europejskich telekomów — Wypłata 0,6 PLN dywidendy w 2015 roku, będzie implikowała stopę na poziomie 6,0%. Po odjęciu stopy wolnej od ryzyka (3,8%), oznacza to 2,2% realną stopę dywidendy. Dla europejskich telekomów realna stopa dywidendy (nominalna 5,5% pomniejszona o 1,1% stopę wolną od ryzyka) wynosi 4,4%.

Wycena podniesiona do 10,4 PLN za akcję — Nasza wycena dla TPSA składa się z modelu DDM (zdyskontowane dywidendy) i DCF. Wycena akcji uzyskana metodą DDM to 9,6 PLN na akcję, a w modelu DCF uzyskaliśmy 11,2 PLN za akcję. Ponieważ nasza nowa cena docelowa wraz z oczekiwaną dywidendą (0,60 PLN) jest o 9,2% wyższa od ceny rynkowej, podnosimy rekomendację ze Sprzedaj na Kupuj.

Orange Polska - wybrane dane finansowe

mln PLN	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Sprzedaż	14 147	12 923	12 367	12 134	11 952
EBITDA	4 834	3 895	4 014	3 876	3 824
EBIT	1 573	788	1 010	985	956
Zysk netto	855	294	879	708	639
EPS (PLN)	0,65	0,22	0,67	0,54	0,49
DPS (PLN)	1,50	0,50	0,50	0,60	0,70
Stopa dywidendy	14,8%	5,0%	5,0%	5,9%	6,9%
P/E	15,5	45,2	15,1	18,8	20,8
P/BV	1,03	1,05	1,03	1,04	1,06
EV/EBITDA	3,8	4,6	3,9	4,3	4,1

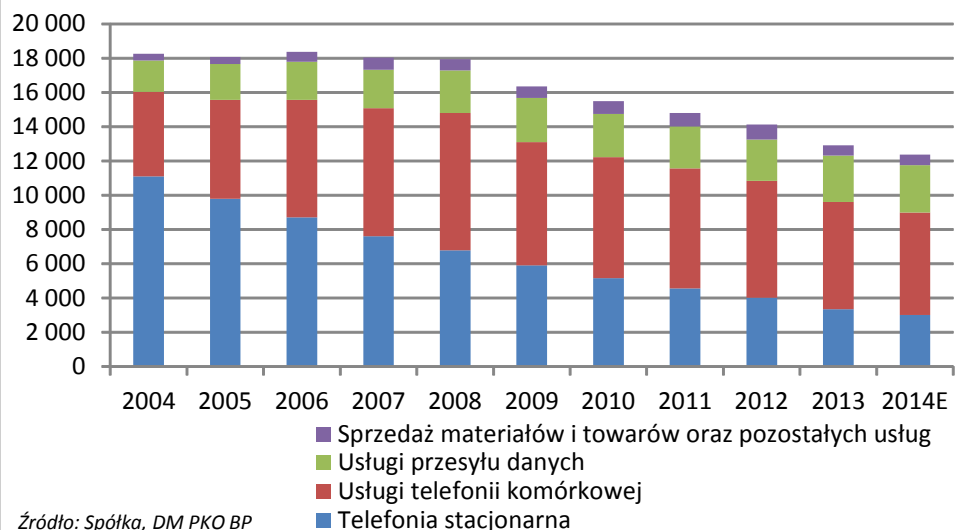
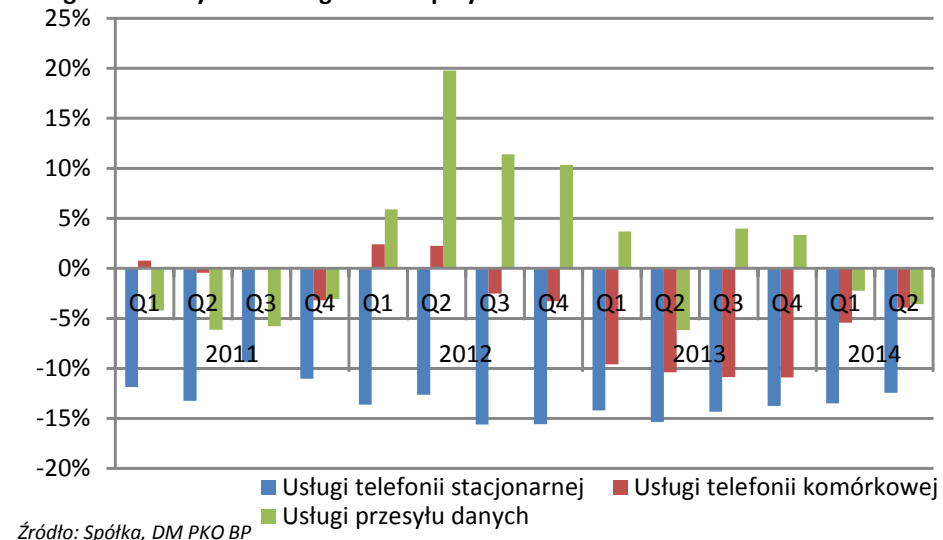
P - prognoza DM PKO BP

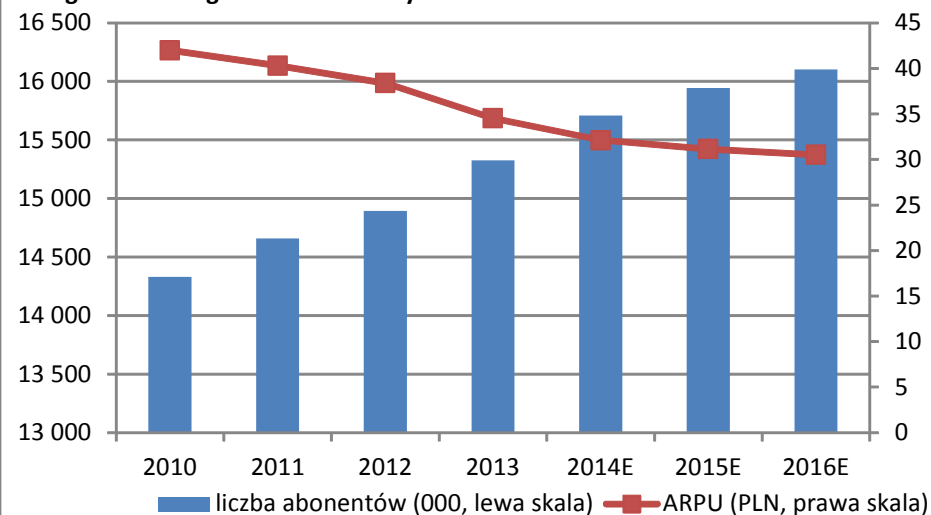
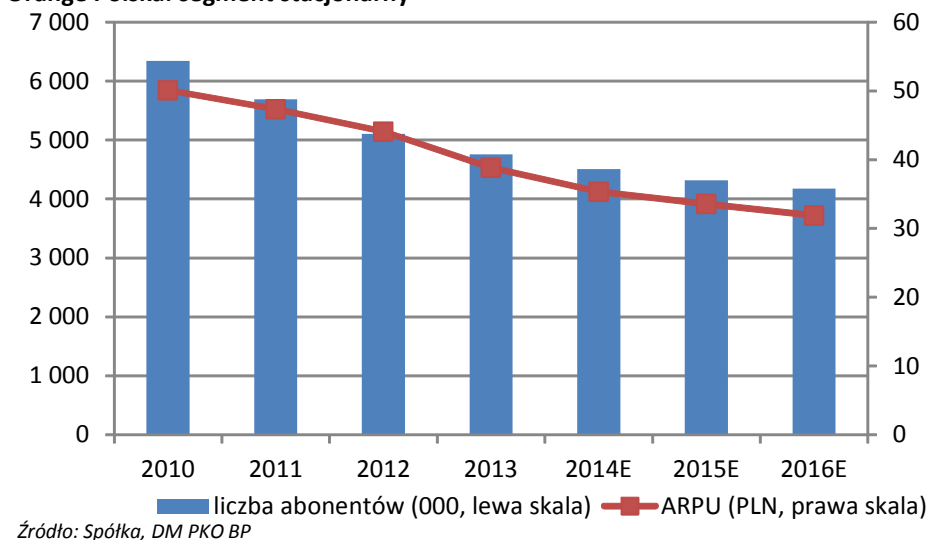
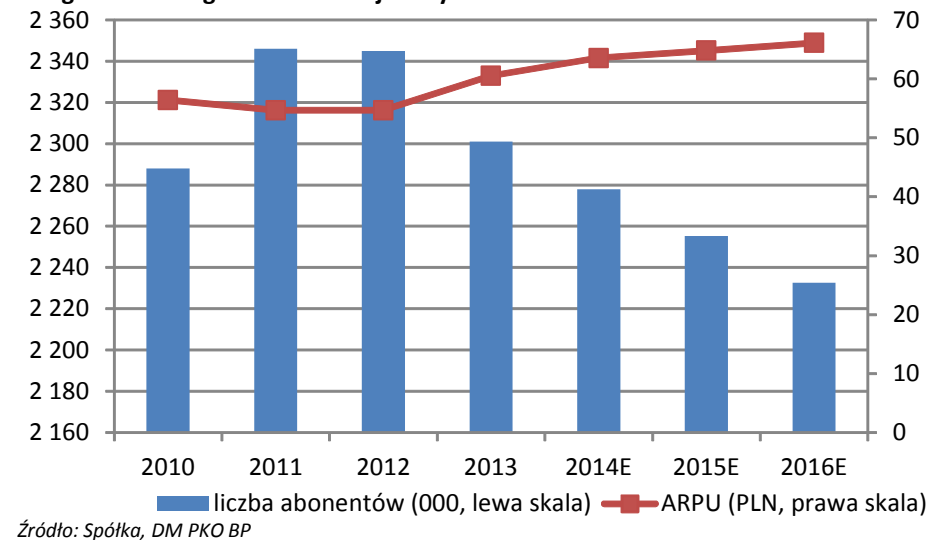
Istotne zastrzeżenia i informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania.

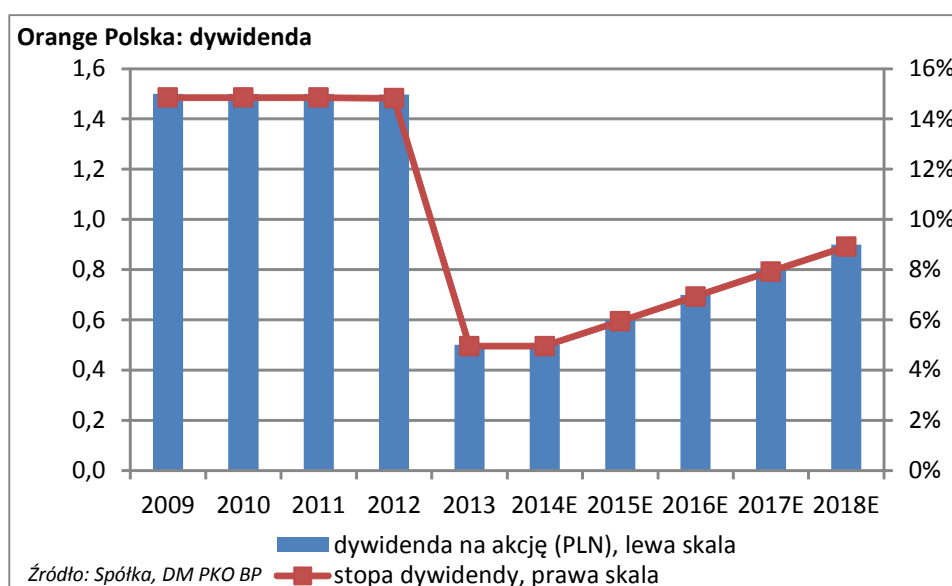
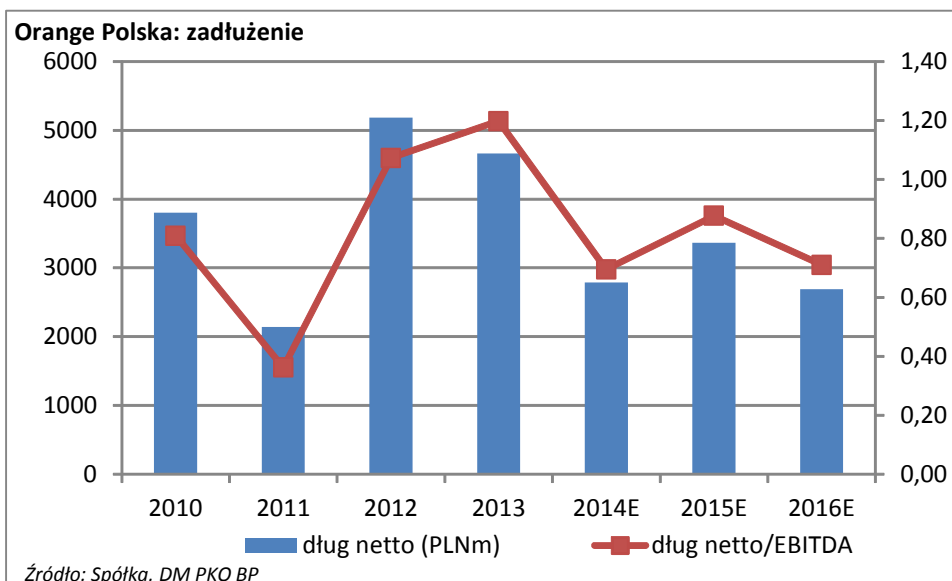
Włodzimierz Giller
(0-22) 521-79-17
wlodzimierz.giller@pkobp.pl

PKO Dom Maklerski
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

31 lipca 2014

Orange Polska: Ewolucja przychodów (mln PLN)

Orange Polska: dynamika segmentów przychodów


Orange Polska: segment komórkowy

Orange Polska: segment stacjonarny

Orange Polska: segment transmisji danych






Orange Polska: Przepływy (mln PLN)	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż	12 923	12 367	12 134	11 952	11 831	11 777	11 804	11 842
EBIT	788	1 010	927	916	965	1 014	1 101	1 132
Podatek na EBIT	-41	-52	-48	-47	-50	-52	-57	-58
NOPLAT	747	958	879	869	915	962	1 044	1 074
Amortyzacja	3 107	3 004	2 913	2 872	2 785	2 709	2 644	2 588
Przepływy operacyjne	3 854	3 962	3 792	3 741	3 700	3 671	3 688	3 662
Przepływy inwestycyjne	-2 121	-2 153	-2 822	-1 854	-1 894	-1 945	-2 008	-2 074
Zmiana kapitału pracującego	-98	5	19	3	7	1	-1	-2
zmiana zapasów	6	-20	2	-5	0	-1	1	0
zmiana należności	-209	-10	-43	-7	-17	-3	1	4
zmiana gotówki	-192	2	0	0	0	0	0	0
zmiana zob. krótkoterminowych	-297	-32	-60	-15	-24	-5	2	7
Wolne przepływy operacyjne	1 831	1 804	951	1 884	1 798	1 725	1 680	1 590
Emisja akcji	0	0	0	0	0	0	0	0
Dywidenda wypłacona	-658	-658	-790	-921	-1 053	-1 184	-1 316	-1 316
jako % zysku netto z ostatniego roku	77%	224%	91%	145%	180%	174%	174%	154%
Zmiana środków płynnych	1173	1146	161	963	745	540	364	274

Orange Polska: Wycena DCF (mln PLN)	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Wolny cash flow		1804	951	1884	1798	1725	1680	1590
stopa wolna od ryzyka		3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
premia za ryzyko w akcje		5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
beta		1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
koszt kapitału własnego		8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
premia za dług		1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
koszt długu		5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
efektywna stopa podatkowa		5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
efektywny koszt długu		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
dług/aktywa		12,5%	22,0%	19,0%	15,9%	14,9%	14,0%	15,5%
WACC		8,3%	8,0%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,2%
stopa wzrostu wartości rezydualnej								0,0%
współczynnik dyskontujący	100,0%	94,1%	87,2%	80,7%	74,5%	68,9%	63,6%	58,8%
wartość bieżąca przepływów		1 698	829	1 519	1 340	1 188	1 069	10 621
razem:								18 264
dług netto								4 666
wartość DCF netto								13 598
na akcję (PLN)								10,3
koszt kapitału akcyjnego								8,8%
implikowana cena docelowa (PLN)								11,2

Źródło: Spółka, P - prognoza PKO Dom Maklerski,

TPSA: Model zdyskontowanych dywidend

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Dywidenda na akcję	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0
Wartość bieżąca	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	6,7
Razem						9,6

Źródło: Spółka, P - prognoza DM PKO BP



Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	14 922	14 147	12 923	12 367	12 134	11 952	11 831
Koszty zatrudnienia	2 031	2 033	1 946	1 827	1 729	1 650	1 641
Amortyzacja	3 703	3 261	3 107	3 004	2 913	2 872	2 785
Koszty usług obcych	2 493	2 550	2 576	2 598	2 678	2 728	2 729
Koszty rozliczeń międzyokresowych	1 910	1 771	1 251	1 149	1 084	1 022	962
Koszty sieci i systemów informatycznych	876	913	846	887	871	881	876
Usługi obce	1 733	1 719	1 767	1 506	1 513	1 491	1 476
Saldo działalności finansowej	-41	327	642	386	418	393	398
Zysk z działalności operacyjnej	2 217	1 573	788	1 010	927	916	965
Zysk z udziałów w jednostkach podporządkowanych							
Saldo działalności finansowej	-432	-557	-478	-97	-258	-299	-249
Zysk przed opodatkowaniem	1 785	1 016	310	913	669	617	716
Podatek dochodowy	-133	161	16	47	35	32	37
Zyski (straty) mniejszości	1	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto	1 917	855	294	866	634	585	679

Bilans (mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Aktywa Trwałe	23 091	21 945	20 725	19 874	19 782	18 765	17 874
Wartości niematerialne i prawne	6 971	6 974	7 021	7 437	8 480	8 475	8 485
Rzeczowe aktywa trwałe	14 912	13 935	12 768	11 500	10 367	9 354	8 454
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty							
Pozostałe aktywa długoterminowe	1 208	1 036	936	936	936	936	936
Aktywa Obrotowe	5 128	2 193	1 852	1 817	1 781	1 766	1 751
Zapasy	214	194	200	180	182	177	177
Należności	1 506	1 408	1 199	1 189	1 146	1 139	1 123
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	79	67	88	78	83	80	81
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	3 329	524	365	370	370	370	370
AKTYWA RAZEM	28 219	24 138	22 577	21 691	21 564	20 531	19 625
Kapitał Własny	14 334	12 958	12 631	12 839	12 684	12 348	11 974
Kapitały mniejszości							
Zobowiązania	13 885	11 180	10 133	8 852	8 880	8 183	7 651
Zobowiązania długoterminowe	5 765	4 702	2 800	2 747	1 547	1 524	1 509
Zobowiązania krótkoterminowe	8 120	6 478	7 333	6 105	7 333	6 659	6 142
PASYWA RAZEM	28 219	24 138	22 764	21 691	21 564	20 531	19 625

Rachunek Przepływów Pieniężnych (mln PLN)							
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	5 170	2 177	3 616	4 660	3 145	3 562	3 634
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-1 108	-2 286	-2 121	-2 153	-2 822	-1 854	-1 894
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-3 644	-2 814	-1 034	-675	-968	-1 140	-1 222

Wskaźniki							
ROE	13%	6%	2%	7%	5%	5%	6%
Dług netto	2 142	5 187	4 666	2 789	3 367	2 690	2 056

Źródło: Orange Polska, P - prognoza DM PKO BP



RAPORT

Netia

Zmiany w akcjonariacie

Kupuj

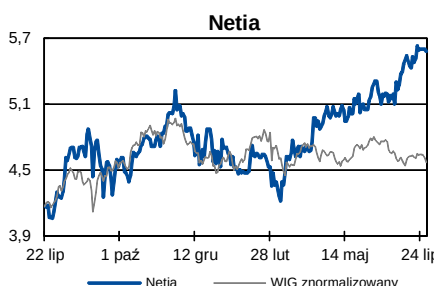
(utrzymana)

Dane podstawowe

Cena bieżąca (PLN)	5,6
Cena docelowa (PLN)	6,2
Min 52 tyg (PLN)	4,1
Max 52 tyg (PLN)	5,6
Kapitalizacja (mln PLN)	1 948
EV (mln PLN)	2 239
Liczba akcji (mln szt.)	378
Free float	100%
Free float (mln PLN)	1 948
Śr. obrót/dzień (mln PLN)	2,6
Bloomberg	NET PW
Reuters	NTIA WA

Zmiana kursu	Netia	WIG
1 miesiąc	7,5%	-2,2%
3 miesiące	11,6%	-2,1%
6 miesięcy	24,9%	0,8%
12 miesięcy	35,6%	8,9%

Akcyonariat	% akcji i głosów
Zbigniew Jakubas + FIP	
11 FIZ	23,0 23,0
SISU Capital Ltd.	12,7 12,7
ING OFE	9,6 9,6
Aviva OFE	8,8 8,8



Włodzimierz Giller
(0-22) 521-79-17
wlodzimierz.giller@pkobp.pl

PKO Dom Maklerski
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

31 lipca 2014

Podnosimy naszą cenę docelową dla akcji Netii do 6,20 PLN za akcję z 5,6 PLN poprzednio. Ponieważ nasza wycena wraz z przewidywaną dywidendą oferuje 19% potencjał wzrostu kursu, utrzymujemy rekomendację Kupuj.

Zmiany w akcjonariacie – Ostatnie zmiany w akcjonariacie Netii mogą okazać się kolejnym krokiem w kierunku konsolidacji polskiego rynku telekomunikacyjnego. Spółki powiązane ze Zbigniewem Jakubasem posiadają już 23% akcji Netii, a po ostatnich publicznych deklaracjach Mennicy, spółki z udziałem większościowym inwestora, można sądzić że to nie koniec zakupów.

Jakie dalsze losy Netii? – Sądzymy także, że w przyszłości Zbigniew Jakubas może być zainteresowany sprzedażą swojego pakietu akcji inwestorowi branżowemu. W sposób naturalny nasuwa się skojarzenie z Polkomtelem, który poprzez przejęcie Netii mógłby wzmocnić się w segmencie stacjonarnym i rozwijać na bazie Netii usługi na sieci światłowodowej ETTH. Do takiej transakcji mogłoby dojść w ciągu 2-3 lat, po zmniejszeniu zadłużenia Cyfrowego Polsatu.

Prognozy wolnych przepływów – Pomimo presji na przychody, spółka stara się utrzymać marżę EBITDA dzięki cięciom kosztów operacyjnych. Dodatkowo dalej ograniczane są wydatki inwestycyjne. Nasze prognozy wolnych przepływów dla Netii w 2014 r. nie ulegają zmianie i wynoszą ponad 280 mln PLN. Wypłata dywidendy pochłonie 145 mln PLN w 2014 i 162mln PLN w 2015.

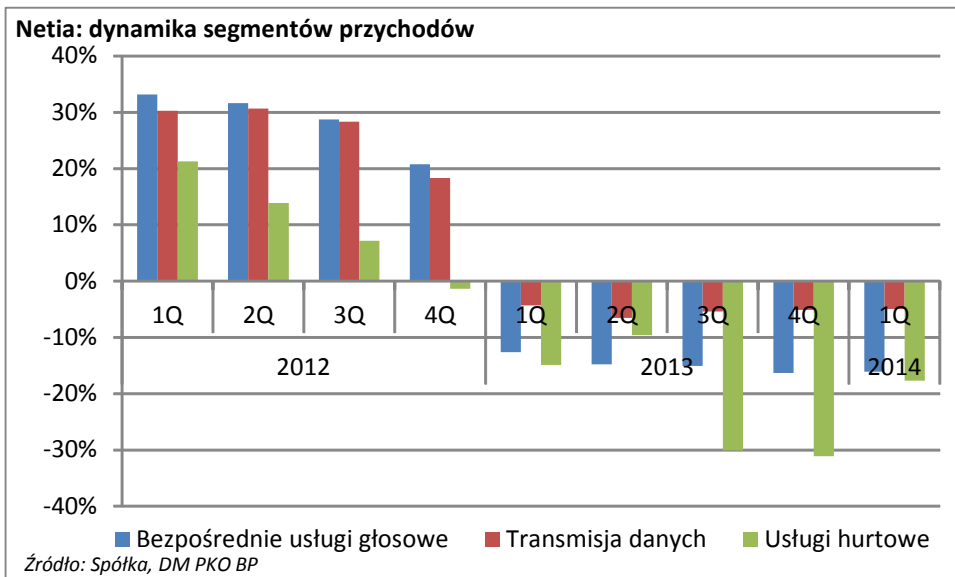
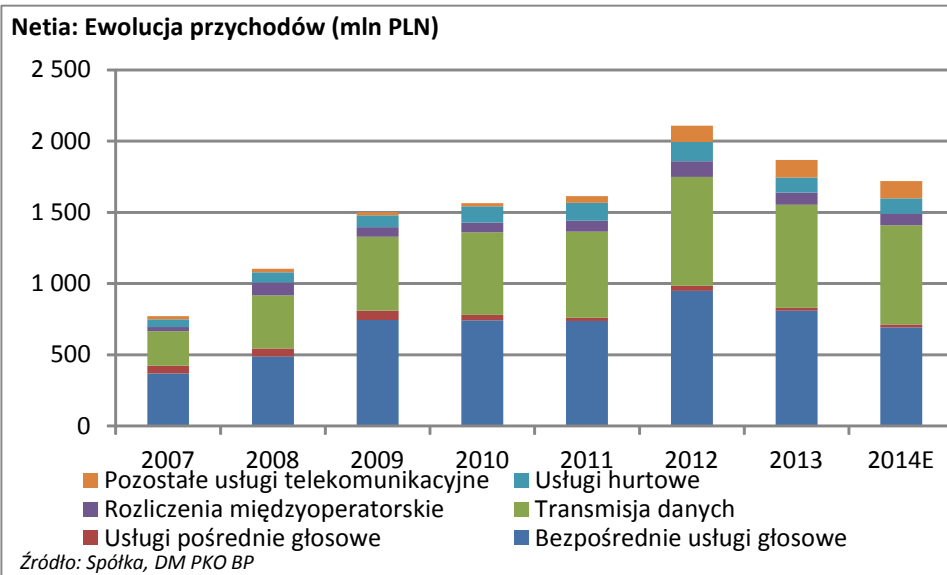
Wycena podniesiona do 6,2 PLN za akcję – Wyceniamy Netię na podstawie modelu DDM (zdyskontowane dywidendy) i DCF. Do modelu DDM użyliśmy stopy dyskontowej równej WACC dla Netii (od 8,1% do 8,4% w okresie prognozy), przewidywanej dywidendy na poziomie 0,47 PLN na akcję w 2015 roku oraz stopniowo rosnącej dywidendy o 0,05 PLN rocznie w latach następnych. Wycena akcji uzyskana tą metodą to 5,79 PLN na akcję. W modelu DCF użyliśmy stopy wolnej od ryzyka na poziomie 3,8%, 5% premii za ryzyko i bety w wysokości 1,0. Uzyskaliśmy wycenę akcji Netii na poziomie 6,6 PLN. Średnia z tych wycen to 6,2 PLN za akcję. Ponieważ nasza wycena wraz z przewidywaną dywidendą na 2015 rok zawiera 19% potencjał wzrostu, utrzymujemy rekomendację Kupuj.

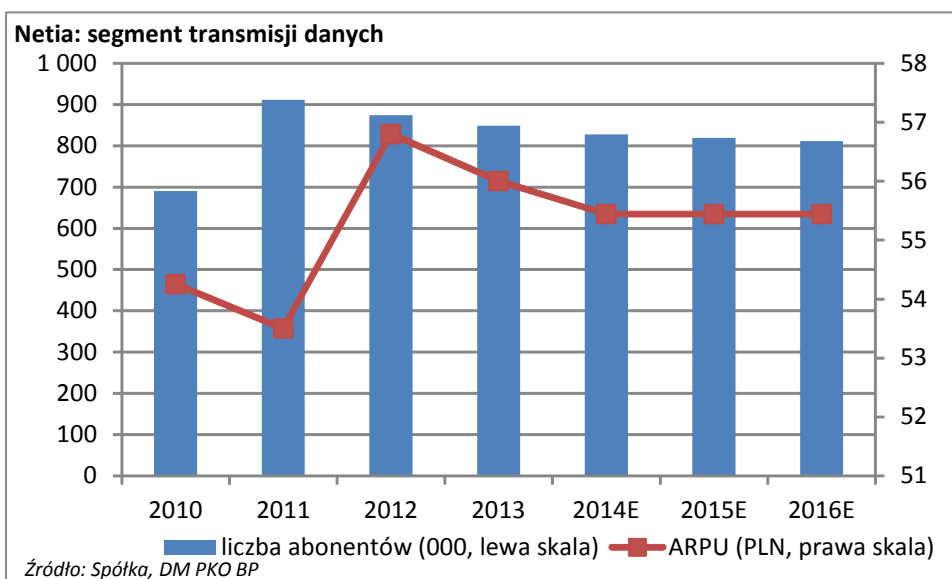
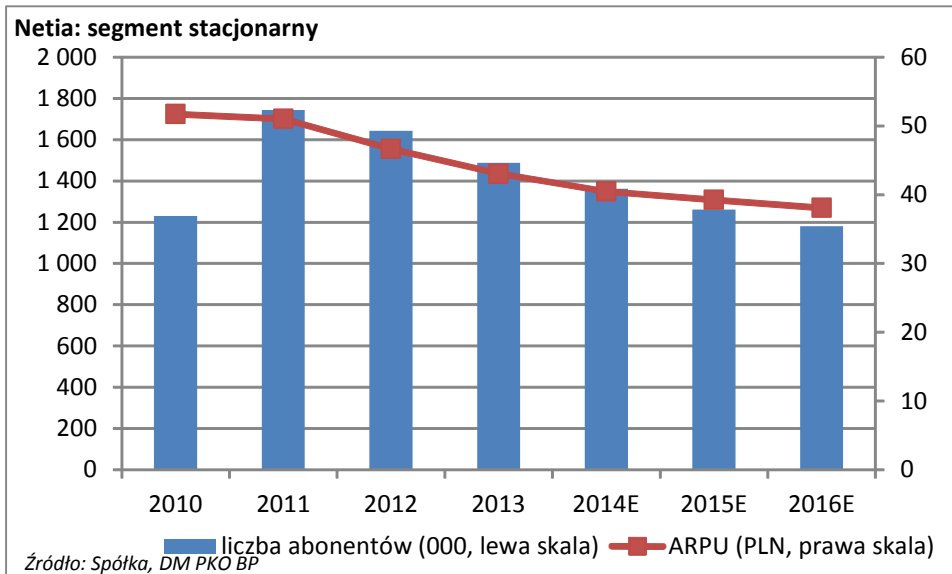
Netia - wybrane dane finansowe

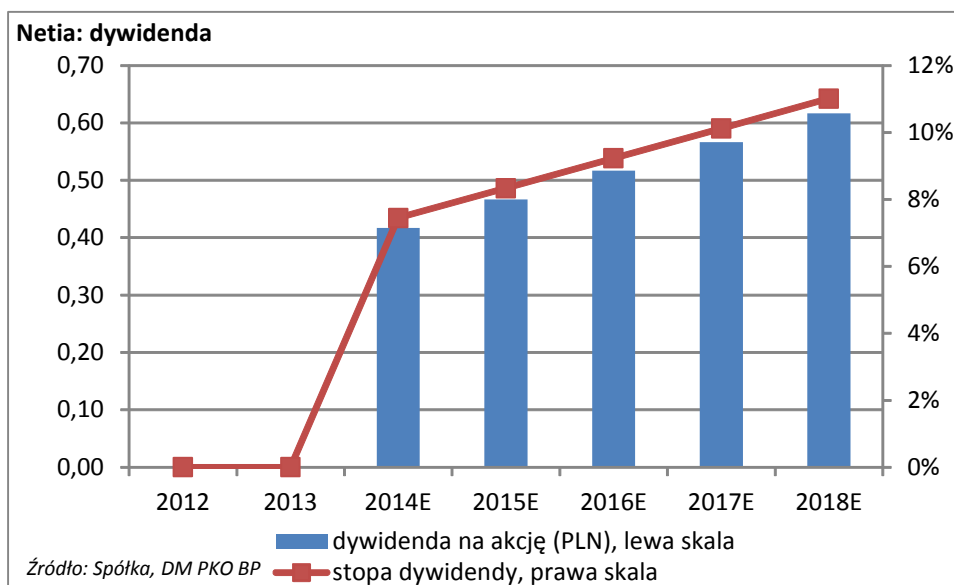
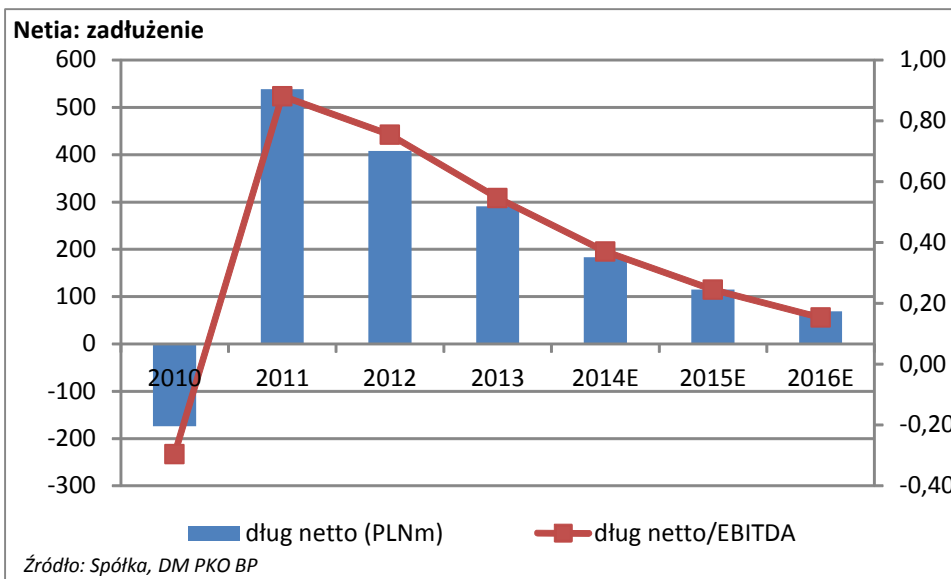
mln PLN	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Sprzedaż	2 121	1 876	1 720	1 633	1 565
EBITDA	541	532	495	470	451
EBIT	-21	93	64	57	53
Zysk netto	-88	46	35	33	32
EPS (PLN)	-0,23	0,13	0,10	0,09	0,09
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,42	0,47	0,52
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	7,4%	8,3%	9,2%
P/E	-24,2	42,1	55,5	59,5	61,0
P/BV	0,92	0,88	0,93	0,99	1,07
EV/EBITDA	4,7	4,2	4,3	4,4	4,5

P - prognoza DM PKO BP

Istotne zastrzeżenia i informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania.









Netia: Przepływy (mln PLN)	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż	1876	1720	1633	1565	1509	1462	1423	1391
EBIT	93	64	57	53	50	49	49	49
Podatek na EBIT	-1	0	0	-15	-14	-14	-14	-14
NOPLAT	92	64	56	38	36	35	35	35
Amortyzacja	439	431	414	399	385	373	362	353
Przepływy operacyjne	531	495	470	436	421	408	397	388
Przepływy inwestycyjne	-238	-217	-212	-203	-196	-190	-185	-181
Zmiana kapitału pracującego	-81	-3	-2	-1	-1	-1	-1	-1
zmiana zapasów	1	0	0	0	0	0	0	0
zmiana należności	-57	-16	-9	-7	-6	-5	-4	-3
zmiana gotówki	-52	-6	-3	-3	-2	-2	-2	-1
zmiana zob. krótkoterminowych	-28	-19	-11	-8	-7	-6	-5	-4
Wolne przepływy operacyjne	374	281	259	234	226	219	213	208
Emisja akcji	-128	0	0	0	0	0	0	0
Dywidenda wypłacona	0	-145	-162	-180	-197	-214	-214	-214
jako % zysku netto z ostatniego roku	0%	313%	463%	549%	617%	697%	720%	735%
Zmiana środków płynnych	246	136	97	55	29	5	-1	-6

Netia: Wycena DCF (mln PLN)	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Wolny cash flow	281	259	234	226	219	213	208
stopa wolna od ryzyka	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
premia za ryzyko w akcje	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
koszt kapitału własnego	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
premia za dług	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
koszt długu	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
efektywna stopa podatkowa	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%
efektywny koszt długu	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
dług/aktywa	11,5%	9,3%	7,7%	8,3%	9,6%	11,6%	14,7%
WACC	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,3%	8,1%
stopa wzrostu wartości rezydualnej							-1,0%
współczynnik dyskontujący	100,0%	96,0%	88,6%	81,7%	75,4%	69,6%	64,3%
wartość bieżąca przepływów	269,8	229,9	191,5	170,5	152,5	137,0	1248,5
razem:							2399,7
dług netto							290,7
wartość DCF netto							2109,0
na akcję (PLN)							6,1
koszt kapitału akcyjnego							9%
implikowana cena docelowa (PLN)							6,6

Źródło: Spółka, P - prognoza PKO Dom Maklerski,

Netia: Model zdyskontowanych

dywidend

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Dywidenda na akcję	0,47	0,52	0,57	0,62	0,62	0,62
Wartość bieżąca	0,41	0,42	0,43	0,43	0,40	3,70
Razem						5,8

Źródło: Spółka, P - prognoza DM PKO BP



Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	1 619	2 121	1 876	1 720	1 633	1 565	1 509
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	1 103	1 484	1 265	1 187	1 131	1 085	1 047
Zysk brutto ze sprzedaży	516	637	611	533	502	480	462
Koszty sprzedaży	297	392	359	321	305	293	282
Koszty ogólnego zarządu	152	208	179	167	159	152	147
Pozostałe przychody operacyjne	16	22	16	14	14	13	13
Pozostałe koszty operacyjne	4	6	5	5	5	4	4
Zysk z działalności operacyjnej	303	-21	93	64	57	53	50
Zysk z udziałów w jednostkach podporządkowanych							
Saldo działalności finansowej	14,6	-39,9	-28,3	-15,1	-11,0	-8,1	-7,3
Zysk przed opodatkowaniem							
Podatek dochodowy	68	27	18	14	13	13	12
Zyski (straty) mniejszości							
Zysk (strata) netto	249	-88	46	35	33	32	31
Bilans (mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Aktywa Trwałe	3 103	2 777	2 621	2 404	2 204	2 008	1 819
Wartości niematerialne i prawne	770	597	538	479	420	362	304
Rzeczowe aktywa trwałe	2 184	2 066	1 957	1 800	1 658	1 521	1 390
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty							
Pozostałe aktywa długoterminowe	149	113	125	125	125	125	125
Aktywa Obrotowe	447	456	317	289	275	265	277
Zapasy	5	2	3	2	2	2	2
Należności	250	249	196	175	166	159	154
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	3	0	0	0	0	0	0
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	159	145	93	89	85	83	102
AKTYWA RAZEM	3 549	3 233	2 938	2 693	2 479	2 273	2 097
Kapitał Własny	2 500	2 296	2 205	2 095	1 965	1 817	1 651
Kapitały mniejszości							
Zobowiązania	1 049	937	733	599	514	456	446
Zobowiązania długoterminowe	549	451	317	182	110	61	60
Zobowiązania krótkoterminowe	500	486	416	417	404	395	386
PASYWA RAZEM	3 549	3 233	2 938	2 693	2 479	2 273	2 097
Rachunek Przepływów Pieniężnych (mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	546	461	531	495	470	436	421
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-1 170	-268	-238	-217	-212	-203	-196
Wskaźniki	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
ROE	10,4%	-3,7%	2,1%	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%
Dług netto	539	408	291	184	115	69	48
<i>Źródło: Netia, P - prognoza DM PKO BP</i>							



Dom Maklerski

Dom Maklerski PKO BP

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-10, fax (0-22) 521-79-46
e-mail: infodm@pkobp.pl

Wydział Analiz Rynkowych

Dyrektor
Sektor wydobywczy

Przemysł paliwowy, chemiczny, spożywczy

Sektor energetyczny, deweloperski

Sektor finansowy

Handel, media, telekomunikacja, informatyka

Przemysł, budownictwo, inne

Analiza techniczna

Analiza techniczna

Wydział Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski (0-22) 521 79 19
wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Dariusz Andrzejak (0-22) 521 91 39
dariusz.andrzejak@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki (0-22) 521 91 33
krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Tomasz Ilczyszyn (0-22) 521 82 10
tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl
Michał Sergejev (0-22) 521 82 14
michal.sergejev@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki (0-22) 521 82 13
tomasz.zabrocki@pkobp.pl

Telefony kontaktowe

Artur Iwański
(022) 521 79 31
artur.iwanski@pkobp.pl
Monika Kalwasinska
(022) 521 79 41
monika.kalwasinska@pkobp.pl
Stanisław Ozga
(022) 521 79 13
stanislaw.ozga@pkobp.pl
Jaromir Szortyka
(022) 580 39 47
jaromir.szortyka@pkobp.pl
Włodzimierz Giller
(022) 521 79 17
wlodzimierz.giller@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk
(022) 521 48 12
piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Przemysław Smoliński
(022) 521 79 10
przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Paweł Małmyga
(022) 521 65 73
pawel.malmyga@pkobp.pl

Piotr Deducjus (0-22) 521 91 40
piotr.deducjus@pkobp.pl
Maciej Kałuża (0-22) 521 91 50
maciej.kaluza@pkobp.pl
Igor Szczepaniec (0-22) 521 65 41
igor.szczepaniec@pkobp.pl
Marcin Borciuch (0-22) 521 82 12
marcin.borciuch@pkobp.pl
Joanna Wilk (0-22) 521 48 93
joanna.wilk@pkobp.pl
Mark Cowley (0-22) 521 52 46
mark.cowley@pkobp.pl

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowej akcji w okresie ostatnich 52 tygodni
kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji
EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki
free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji
śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%
NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku
Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiekolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” ([tutaj](#)), a w przypadku klientów detalicznych również na podstawie pisemnej umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym.