**Dane podstawowe**

cena rynkowa (zł)	4,33
kurs docelowy (zł)	4,90
wycena DCF (zł)	4,92
min 52 tyg (zł)	4,01
max 52 tyg (zł)	15,25
kapitalizacja (mln zł)	390,94
EV (mln zł)	459,03
liczba akcji (mln szt.)	90,29
free float	48%
free float (mln zł)	188,78
śr. obrót/msc (mln zł)	36,84

Zmiana kursu

	MNI	WIG
1 miesiąc	-69,0%	2,6%
3 miesiące	-62,2%	5,1%
6 miesięcy	-66,5%	8,7%
12 miesięcy	-0,2%	39,0%

Akcjonariat

	% akcji i głosów
com.Investment	33%
Andrzej Piechocki z TI Dedal	14%
Catherham Financial Management	6%

Poprzednie rekom.

	data	kurs
Kupuj	9.03.2006	9,05
Kupuj	20.12.2005	5,90

Dom Maklerski PKO BP S.A.

ul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00

Analityk:

Dorota Puchlew

tel. (0-22) 521-87-23

e-mail: dorota.puchlew@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM PKO BP a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

Emisja i akwizycje

MNI podjęło decyzję o emisji 67,7 mln akcji w cenie emisyjnej 1 zł z prawem poboru. Pozyskane środki zostaną przeznaczone na akwizycje i rozwój infrastruktury. W ostatnich miesiącach spółka przejęła dataCOM za łączną kwotę 19 mln zł, MoCoHub za łączną kwotę 4-4,5 mln zł i negocjuje przejęcie Breakpoint za 4,4 mln zł. Akwizycje uzupełniają ofertę spółki i umożliwiają jej rozszerzenie bazy klientów. Kolejne przejęcia, które będą dokonywane przez MNI, dotyczyć będą spółek zarówno z branży telefonii stacjonarnej, jak i multimedialnych usług dodanych dla telefonii mobilnej, od treści typu gry i dzwonki po prawa autorskie do treści multimedialnych.

3G i MVNO

Rozpowszechnienie się telefonii 3G (już w 2008 r. telefony UMTS mają stanowić 25% światowej sprzedaży telefonów komórkowych) będzie otwierać nowe możliwości dla MNI jako dostawcy treści i usług multimedialnych dla telefonii komórkowej. Dużo szybszy przesył danych umożliwi poza videorozmowami i szerokopasmowym dostępem do internetu również videostreaming i gry typu multiplayer. MNI buduje platformę 3G, która będzie największym podmiotem tego typu w kraju i będzie dostarczać wszelkiego rodzaju контент dla telefonii mobilnej.

Naturalnym kolejnym krokiem wynikającym z umacniania pozycji w segmencie dostawcy treści dla telefonii mobilnej poprzez rozwój organiczny, jak i akwizycje, jest samodzielne rozpoczęcie działalności jako operator komórkowy. Potencjał MNI umożliwia zaistnienie jako MVNO na trzy sposoby. Pierwszym będzie naturalne wykorzystanie bazy klientów telefonii stacjonarnej (60 tys. z własną infrastrukturą, nieograniczony dostęp po podpisaniu umowy WLR z TPSA) do zaferowania usługi konwergentnej wraz z dostępem do szerokiej bazy usług dodanych. Drugą opcją jest tworzenie poszczególnych sieci we współpracy z podmiotami o rozpoznawalnych markach i grupą klientów o zdefiniowanych potrzebach. Trzecia opcja to zaferowanie usług Polakom pracującym za granicą. Osiągnięcie odpowiedniej łącznej liczby klientów we wszystkich tych „podsieciach” zapewni minimalizację kosztów i powinno przełożyć się na sukces projektu MVNO.

Wycena i rekomendacja

W naszych prognozach uwzględniliśmy tylko te akwizycje, o których spółka już poinformowała. Środki z emisji akcji serii L przeznaczone zostaną m.in. na inwestycje w kolejne spółki, jednak dopóki nie są znane szczegóły, nie możemy ich uwzględniać w wycenie. Dlatego nasze prognozy są niższe od przewidywań zarządu na lata 2007-2008. Zarówno prognozy nasze, jak i zarządu nie uwzględniają wejścia w segment MVNO, ze względu na wysoki stopień ryzyka, jakim obarczone są wszelkie przewidywania co do wyniku osiąganego na takiej działalności. Wycena DCF daje wynik 4,92 zł, a porównawcza 5,03 zł. Ustalamy cenę docelową na bazie modelu DCF na poziomie 4,90 zł i ze względu na 13% potencjał wzrostu kursu akcji wydajemy rekomendację AKUMULUJ.

Skonsolidowane dane finansowe

mln zł	2003*	2004*	2005	2006p	2007p	2008p
Sprzedaż	18,59	36,10	83,19	162,11	179,65	198,27
EBITDA	3,50	12,08	22,19	40,47	46,37	53,18
EBIT	-3,42	4,02	10,09	19,61	25,05	31,15
Zysk netto	-4,41	4,98	34,02	16,17	20,52	26,87
EPS (zł)	-0,05	0,06	0,38	0,18	0,23	0,30
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS (zł)	0,03	0,14	0,51	0,41	0,46	0,54
P/E	-	78,6	11,5	24,2	19,1	14,6
P/BV	10,95	6,99	4,33	3,57	3,01	2,49
EV/EBITDA	131,3	38,0	20,7	11,3	9,9	8,6

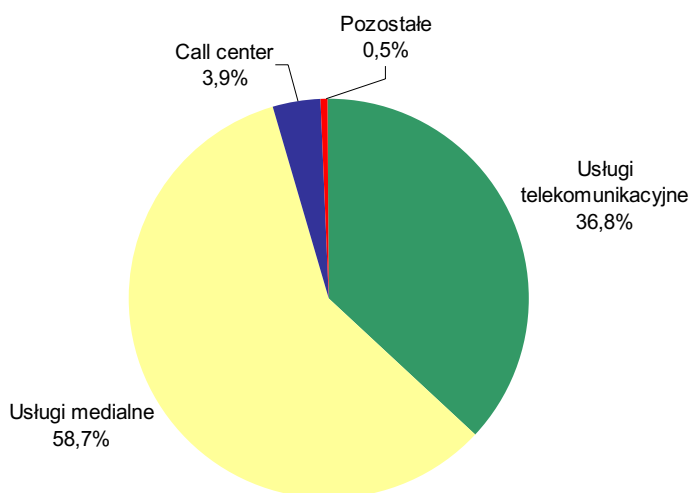
p - prognoza DM PKO BP S.A. *dane jednostkowe

Usługi multimedialne

Grupa MNI działa na pograniczu rynku medialnego i telekomunikacyjnego. Można wyróżnić trzy obszary jej działalności:

- ❑ Telefonię stacjonarną oraz usługi dodane dla telefonii stacjonarnej;
- ❑ Telefonię mobilną: usługi dodane i marketing mobilny zarówno w technologii GSM, jak i 3G;
- ❑ Internet: szerokopasmowy dostęp do internetu, zarówno poprzez infrastrukturę kablową (w tym światłowodową), jak i WiMax oraz kreację contentu dla portali i telewizji IP.

Struktura przychodów w 1H2006



Źródło: DM PKO BP S.A. na podstawie MNI

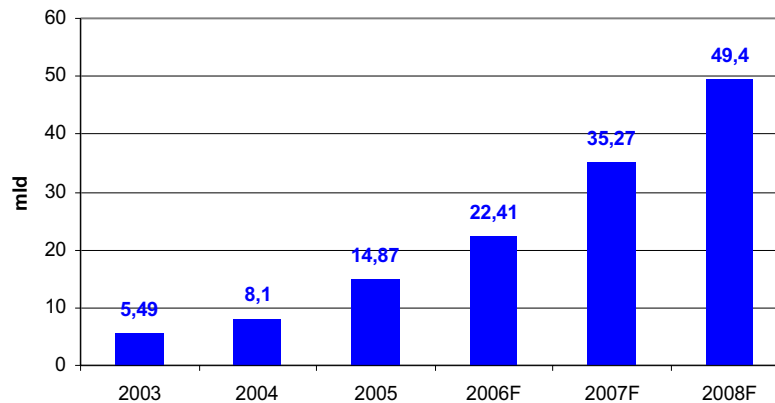
Telefonia stacjonarna

Segment tradycyjnej telefonii stacjonarnej jest rozwijany przez MNI Telecom, czyli połączenie Piłickiej Telefonii z telekomunikacyjną częścią MNI. Z jednej strony spółka zidentyfikowała ścieżkę rozwoju tego rynku poprzez konsolidację i osiągnięcie skali pozwalającej na redukcję kosztów i większe możliwości w zakresie konkurencyjnej oferty z innymi operatorami, zarówno TPSSA, jak i alternatywnymi. Drugim ważnym argumentem na rzecz rozbudowy infrastruktury i zwiększania liczby klientów poprzez akwizycję jest możliwość wprowadzenia technologii telefonii konwergentnej, o której szerzej piszemy w rozdziale dotyczącym planów MVNO, oraz budowanie "własnego rynku" odbiorców zaawansowanych usług dodanych dostarczanych w ramach projektów IPTV.

Usługi multimedialne dla telefonii mobilnej

Spółka upatruje dużych szans w rozwoju telefonii 3G. W zakresie usług GSM i przesyłu danych poprzez GPRS możliwości techniczne rozwoju bardziej zaawansowanych usług dodanych są na wyczerpaniu. Wciąż rozwija się rynek marketingu mobilnego, konkursów SMS-owych, serwisów informacyjnych i rozrywkowych na komórkę oraz gier, dzwonek, tapet i innych gadżetów ściąganych przez wap. Coraz więcej podmiotów docenia szansę, jakie on oferuje: taniej organizacji konkursów (poprzez partycypację w przychodach operatorów mobilnych), możliwość bezpośredniego dotarcia do wyselekcjonowanego klienta, lokalizowania go w terenie, m-płatności, wciąż większego zainteresowania materiałami promocyjnymi i reklamami docierającymi na komórkę niż znajdowanymi w skrzynce pocztowej, czy nawet e-mailowej. Badania wskazują, że SMS-owa informacja reklamowa jest o 50 proc. skuteczniejsza w budowaniu świadomości marki niż przekaz telewizyjny i o 130 proc. niż radiowy. A z całą pewnością jest tańsza.

Liczba wysłanych SMS/MMS w Polsce



Źródło: DM PKO BP S.A. na podstawie Audyteł

Usługi multimedialne dla telefonii 3G

Dopiero uruchomienie na szerszą skalę telefonii 3G umożliwi rozszerzenie palety usług dodanych i spowoduje skokowy rozwój rynku. Spodziewamy się, że rozbudowanie infrastruktury UMTS będzie szło w parze ze stopniowym obniżaniem się cen usług w tej technologii i coraz większą jej powszechnością. Już obecnie coraz więcej jest w sprzedaży telefonów 3G, a ich ceny nie są już astronomiczne. Poszerzający się zaś wachlarz usług będzie dodatkowo zachęcał coraz większą liczbę użytkowników. Wg raportu Informa Telecoms and Media, już w 2008 r. 25% sprzedawanych na świecie telefonów komórkowych będzie funkcjonowało w UMTS. Taka prognoza może się wydawać zbyt optymistyczna ze względu na fakt, że technologia 3G jest na Zachodzie dostępna już od pewnego czasu, a nie można mówić jeszcze o jej sukcesie. Przewidujemy jednak, że rozwój usług będzie stymulował wzrost liczby użytkowników, który z kolei będzie wymuszał dalszy rozwój usług i za kilka lat telefony nie pracujące w standardzie UMTS będą tak samo przestarzałe, jak dziś telefony z monochromatycznymi wyświetlaczami.

Rozpowszechnienie telefonii nowej generacji umożliwi dużo szybszy przesył danych. Pozwala to na videorozmowy, oglądanie filmów i audycji telewizyjnych, czy ściąganie bardziej rozbudowanych gier i innych plików w krótszym czasie, granie typu multiplayer, opieka nad wirtualnymi zwierzętami, czy też dużo szybsze i szersze korzystanie z Internetu w telefonie komórkowym. Upowszechnienie telefonii UMTS otworzy drogę dla nowej jakości usług dodanych, łącznie z monitorowaniem na bieżąco np. korków w wybranych punktach miasta, gdzie umieszczone są kamery internetowe czy też, co jest już możliwe w niektórych krajach zachodnich, podglądem na żywo wnętrza przedszkola, w którym znajduje się dziecko posiadacza telefonu 3G. Rozwój nowoczesnej technologii komórkowej otwiera zatem szereg nowych możliwości dla MNI. Co ważniejsze, w miarę wzrostu potencjału technicznego sieci, rośnie stopień skomplikowania treści, jakie mogą być oferowane. Nie wystarczy już prosty dzwonek czy logo. Na rynku jest wiele firm oferujących właśnie taki najprostszy kontent dla telefonów komórkowych. Nie mają one przygotowania technologicznego i personalnego do oferowania bardziej zaawansowanych usług. Na tym tle MNI staje się coraz bardziej unikalną firmą, która jest w stanie w pełni wykorzystać zwiększający się potencjał rynku, a jej konkurencja w naturalny sposób się wykrusza.

MNI pracuje nad budową platformy dla telefonii trzeciej generacji, która byłaby największym w kraju dostawcą treści multimedialnych. Oprócz wzbogaconej wersji usług dostępnych w telefonii GSM, jak np. gry, będzie ona dysponować treściami multimedialnymi, które będą współtworzone przez podmioty przejmowane przez spółkę.

Telewizja IP

Rozwój telewizji internetowej i cyfrowej również stwarza nowe możliwości dla MNI jako dostawcy treści. Część kontentu oferowana z przeznaczeniem dla telefonu komórkowego może być w stosunkowo prosty sposób przetransferowana na potrzeby telewizji IP, niektóre usługi wymagają zaś dużych zmian technologicznych. Wśród treści, jakie może zaoferować MNI dla telewizji internetowej i cyfrowej, wymienić należy gry online, czaty, videoczaty, serwisy rozrywkowe itp.

Akwizycje

dataCOM

W sierpniu MNI nabyła akcje dataCOM od NFI Jupiter. Cena za pakiet 76,49% została ustalona na poziomie 19 mln zł. Spółka posiada 8,2 mln zł gotówki, a nadwyżka należności nad zobowiązaniami wynosi 1,3 mln zł. Pierwsza rata, w wysokości 18 mln zł została już uregulowana, druga (1 mln zł) będzie uiszczona do 31 lipca 2007 r. pod warunkiem, że dataCOM osiągnie marżę brutto za okres czerwiec 2006 - maj 2007 co najmniej w wysokości równej wartości osiągniętej w okresie czerwiec 2005 - maj 2006.

Spółka dataCOM posiada infrastrukturę światłowodową na terenie Warszawy, która łączy 15 dużych obiektów biurowych ze wszystkimi najważniejszymi centrami telekomunikacyjnymi. Dysponuje bazą 1,5 tys. klientów instytucjonalnych i indywidualnych w obrębie warszawskiej strefy numeracyjnej. Są to przy tym klienci najbardziej cenni: biznesowi i warszawscy, a infrastruktura światłowodowa zapewnia najwyższą jakość transmisji kablowej. Przyczyna, dla której MNI przejęło dataCOM leży przede wszystkim w możliwości zwiększenia liczby klientów i osiągnięcia "masy krytycznej" która jest niezbędna do rozszerzenia wachlarza świadczonych usług w sposób optymalny pod względem kosztowym. Ponadto strategia MNI względem dataCOM zakłada rozwijanie usług kolokacyjnych* i utworzenie co najmniej trzech dodatkowych centrów kolokacyjnych w Białymstoku, Radomiu i Łomży lub Łodzi połączonych z centrum kolokacyjnym w Warszawie magistralą światłowodową. Umożliwi to oferowanie zaawansowanych usług hostingowych** również poza stolicą.

MoCoHub

We wrześniu została sfinalizowana umowa przejęcia 75% udziałów w spółce MoCoHub, za które MNI zapłaciło 3 mln zł. Pozostałe 25% spółki zostanie odkupione za kwotę między 1 mln zł i 1,5 mln zł w zależności od wyników osiągniętych w 2006 r. i pierwszej połowie 2007 r.

MoCoHub zajmuje się hurtową sprzedażą zaawansowanych usług mobilnych, takich jak gry i różnego rodzaju serwisy. Do tej pory dostarczał je m.in. operatorom GSM, a także spółkom takim jak MNI i jego konkurenci. Spółka dostarcza obecnie usługi niemal do 90% podmiotów na rynku polskim. Przejęcie MoCoHub wpisuje się w strategię MNI zakładającą uzyskanie dostępu do jak największej bazy kontentu dla dodanych usług mobilnych. Dostęp do takich treści jest kluczowy zarówno z punktu widzenia rozwoju platformy dla 3G oraz projektu MVNO, jak i ambicji związanych z wejściem na zagraniczne rynki.

Breakpoint

Te same przesłanki kierują chęcią przejęcia 51% udziałów w spółce Breakpoint, która jest doświadczonym producentem gier JAVA na komórki. Dotychczasowe osiągnięcia spółki to ok. 60 gier wykorzystywanych w sieciach kilkudziesięciu operatorów GSM na całym świecie, jak europejskie Vodafone, T-Mobile, Orange, SFR czy też sieci działających na terenie Singapuru, Hongkongu, Indii i Chin. 90% sprzedaży spółki stanowi eksport. Mimo że rynek gier JAVA jest bardzo rozdrobniony i mimo że Breakpoint kładzie nacisk głównie na rynki zagraniczne, spółka osiągnęła znaczącą pozycję na rynku krajowym.

Spółka znalazła się na takim etapie, w którym dalszy rozwój warunkowany jest możliwością zwiększenia kapitału obrotowego i środków na inwestycje. Dzięki potencjałowi MNI możliwa będzie np. produkcja gry na telefon komórkowy opartej na znanym filmie czy serialu po wykupieniu licencji na korzystanie z tytułu i wizerunku bohaterów. Za 51% udziałów w Breakpoint MNI chce zapłacić 4,4 mln zł. Pozostała część spółki pozostanie w rękach dotychczasowych właścicieli - osób fizycznych.

Kolejne akwizycje i emisja akcji

30 czerwca WZA MNI podjęło uchwałę o podwyższeniu kapitału zakładowego spółki o kwotę 67,7 mln zł w drodze emisji 67,7 mln akcji z prawem poboru z ceną emisyjną 1 zł. Środki z emisji akcji (po uwzględnieniu kosztów emisji 67,3 mln zł) mają zostać przeznaczone na dalsze akwizycje

* Kolokacja - usługa polegająca na udostępnieniu zasobów serwerowni: miejsce w szafie serwerowej, dostęp do sieci, zasilanie i wsparcie administratorów, w której klient sam dostarcza serwery

** Hosting - kolokacja z wynajmem serwerów (nie posiadając własnych)



(54 mln zł), a także rozwój projektu MVNO (13 mln zł). Podmioty, którymi zainteresowana jest spółka należą do dwóch grup. Będą to spółki telekomunikacyjne, najlepiej z własną infrastrukturą i bazą klientów, co pozwoli na osiągnięcie efektów skali i umożliwi dotarcie do jak największej liczby osób z usługą konwergentną na bazie MVNO. Będą to także spółki oferujące content zarówno dla telefonów komórkowych, jak i możliwy do zaoferowania w telewizji internetowej i cyfrowej. Spółka zainteresowana jest przy tym wszelkimi rodzajami treści, od dzwonek i tapet do praw autorskich do produkcji multimedialnych. Rynek tego typu usług jest rozdrobniony i wiele jest małych podmiotów, które w pojedynkę nie są w stanie osiągnąć odpowiedniej skali i renomy, co powoduje że chętnie podejmują negocjacje z MNI. Potencjalnych celów przejęć spółka będzie szukała nie tylko wśród podmiotów funkcjonujących na rynku polskim. Po osiągnięciu odpowiedniej skali działalności, MNI planuje także zaoferować swoje usługi na zagranicznych rynkach. Rosnąc zarówno organicznie, powiększając zakres usług i umiejętności, jak i poprzez akwizycje, MNI staje się podmiotem liczącym się w skali regionalnej, a nawet ponadregionalnej. Cel zarządu osiągnięcia prawie ćwierć miliarda przychodów w 2008 r. nie wydaje się na tym tle nierealne, tym bardziej biorąc pod uwagę tempo wzrostu rynku, na którym działa spółka.

Projekt MVNO

Przewidywania dotyczące rozwoju rynku MVNO

Nikt nie ma wątpliwości, że już w przyszłym roku powstanie szereg nowych podmiotów typu MVNO. Operatorzy telefonii komórkowej pogodzili się z koniecznością udostępnienia za opłatą swojej infrastruktury nowym graczom. Scenariusz rozwoju tego rynku podlega domysłom i spekulacjom, ale co do jednego można być pewnym. Spośród ok. 100 podmiotów, które złożyły wniosek do UKE o nadanie im statusu wirtualnego operatora większość najprawdopodobniej spróbuje swych sił na rynku. Recepta na sukces nie jest jednak prosta i wiele z tych podmiotów szybko wycofa się z rynku. Ceny wielu usług, w tym tych najprostszych i najbardziej popularnych, czyli połączeń lokalnych i SMS-ów są na tyle niskie, że operatorzy osiągają na nich niewielką marżę. Możliwość wyjścia do rynku z masową, znacząco tańszą ofertą w zasadzie więc nie ma. Walczyć z trzema dotychczasowymi oligopolistami nakładami na reklamę też się nie da. Jedyne, na co mogą liczyć nowi gracze typu MVNO, to stworzenie wyróżniającej się oferty. I nie chodzi tu o kolejne wersje ofert, jakimi dotychczas raczyli nas operatorzy, bo różnice między nimi są na tyle niezauważalne i nieostre, że prowadzi to tylko do zagubienia i irytacji klientów. Szansy na sukces w działalności wirtualnych operatorów upatrujemy więc w usługach dodanych różnego typu i wykreowaniu specyficznej, sprecyzowanej grupy docelowej, czy nawet mody na telefony z określonej sieci. Tym bardziej, że wejście nowych podmiotów w pierwszej fazie będzie czynnikiem, który wywoła kolejny etap obniżek cenowych, które dotkną w głównej mierze tradycyjne usługi głosowe i tekstowe. W nieco dłuższym terminie przewidujemy, że usługi te sprzedawane będą z zerową marżą. Operatorzy tradycyjni będą zarabiać na opłatach za dostęp do sieci, a MVNO - na usługach wyższego rzędu.

Wg raportu firmy konsultingowej rynku telekomunikacji i IT Adventis, są cztery opcje wejścia na rynek jako MVNO:

1. Dostawcy rozrywki i usług telekomunikacyjnych, którzy mogą udostępnić swoje zasoby poprzez sieć komórkową (można się domyślać, że ten scenariusz będzie realizowany przez Polsat Cyfrowy) oraz operatorzy stacjonarni, którzy chcą rozszerzyć swoje usługi o telefonię mobilną (jak Netia poprzez P4);
2. Dostawcy treści i aplikacji, którzy posiadają prawa autorskie do treści przeznaczonych do dystrybucji przez sieć komórkową (jak MNI);
3. Firmy z silną marką i zdefiniowaną, lojalną grupą klientów, których potrzeby są na tyle sprecyzowane, że łatwo je zaspokajać poprzez odpowiednie usługi i serwisy na komórkę - wśród przykładów światowych można wskazać np. sieć McDonalds czy Virgin Mobile;
4. Detaliści o szeroko rozpoznawalnych markach i masowych grupach klientów, z dobrze rozwiniętymi sieciami sprzedaży jako kanałem, do którego stosunkowo łatwo można wprowadzić nowy produkt, jako przykład wymienia się sieci Tesco, Carrefour, a od niedawna wiadomo, że zainteresowany tym segmentem jest także Auchan.

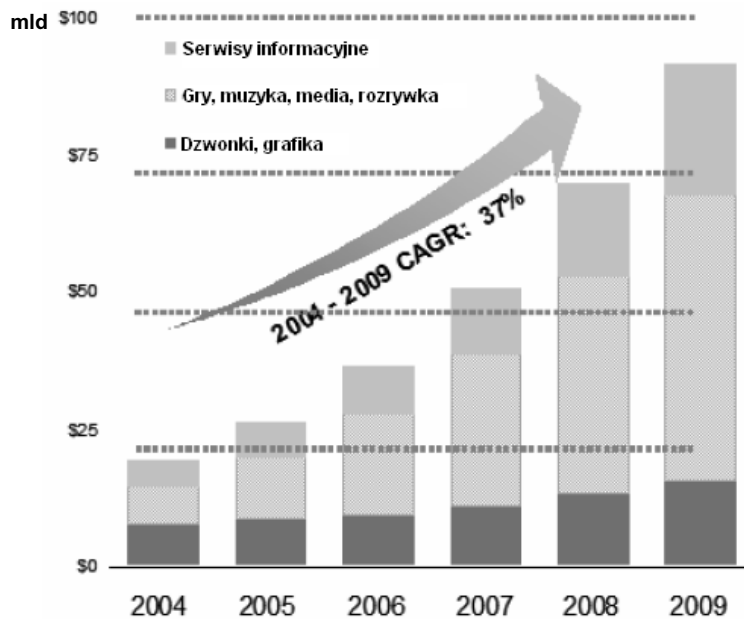
Przewidujemy, że wiele podmiotów, które pokuszą się o start jako MVNO będzie opierało swą działalność na prostym odsprzedawaniu minut i wiadomości tekstowych realizując marżę wynikającą z różnicy między ceną detaliczną a płaconą operatorowi GSM. Na dłuższą metę nie będą to atrakcyjne usługi i podmioty takie nie będą w stanie przyciągnąć takiej liczby klientów, która pozwoliłaby im na zwrot kosztów inwestycji i subsydiowanych telefonów, toteż ich początkowo duża liczba będzie się stopniowo zmniejszać.

Trudno powiedzieć, jaka jest optymalna liczba operatorów wirtualnych na rynku. Na rynkach zachodnich, na których są oni obecni już od pewnego czasu widać, że po ok. rocznym okresie stabilizowania się rynku, osiągają oni łącznie 7-9% udziału rynkowego. Część ekspertów twierdzi, że w Polsce odsetek ten może sięgnąć nawet 12%, bo Polacy są niezadowoleni z molochów telekomunikacyjnych, którzy oferują drogie usługi, a ich oferty różnią się na tyle mało od siebie, że abonenci mogą podejrzewać zmywy cenowe. Dlatego ich skłonność do opuszczania tradycyjnych operatorów może się okazać większa, niż wśród zachodnich abonentów.

Ze względu na fakt, że operatorzy wirtualni jeszcze nie wystartowali w Polsce, trudno jest szacować możliwe wpływy i koszty takiego projektu. Nie znamy jeszcze warunków umów, jakie negocjowane są z operatorami, ani nawet modelu, na jakim będą się opierać. Istnieją dwie możliwości: model kosztowy, w którym operator określa koszty, jakie ponosi w związku z

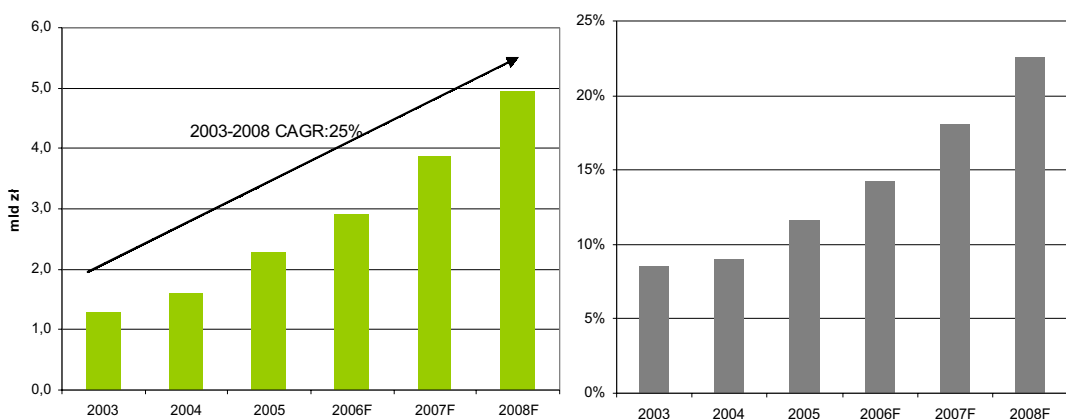
udostępnianiem sieci i które muszą być pokryte przez MVNO lub model typu revenue sharing, w którym ustalony jest pewien poziom upustu w stosunku do ceny detalicznej operatora. Przykład rynku telefonii stacjonarnej pokazuje, że model kosztowy się nie sprawdza, bo ciężko zweryfikować wyliczone przez operatora koszty, a UKE będzie regulować umowy o roamingu krajowym tak samo, jak ingerowała w ofertę dostępu do sieci TPSA. Model revenue sharing jest bardziej korzystny dla MVNO i sądzimy że zostanie on wprowadzony. Na rynkach zachodnich, gdzie funkcjonują już umowy o roamingu wewnętrznym, obowiązuje w większości krajów model revenue sharing z upustem od 20 do 50%.

Wartość światowego rynku mobilnych usług dodanych



Źródło: DM PKO BP S.A. na podstawie Motricity

Wartość polskiego rynku mobilnych usług dodanych oraz jego udział w rynku telefonii komórkowej



Źródło: DM PKO BP S.A. na podstawie Audytel

MNI jako MVNO

MNI posiada 60 tys. klientów telefonii stacjonarnej. Jest to naturalna baza, na jakiej może się oprzeć stawiając pierwsze kroki jako MVNO. Dotarcie do nich z bezpośrednią, sprofilowaną ofertą jest możliwe korzystając z potencjału technicznego, jaki spółka posiada (m.in. call center). Atrakcyjną

opcją może się dla nich stać oferta usługi konwergentnej, czyli telefon, który działałby jak stacjonarny w domu, a wyniesiony poza jego zasięg - jak telefon komórkowy. Inni operatorzy, którzy mają w ofercie telefonię stacjonarną i komórkową (lub planują wejście w któryś z tych segmentów) również planują wprowadzenie usługi konwergentnej, więc w tym punkcie MNI się nie wyróżnia. Ale to, co dla innych jest celem, dla MNI jest tylko pierwszym etapem. Korzystając z bazy, jaką jest doświadczenie w zakresie usług dodanych oraz możliwości dotarcia do każdego klienta z osobna (poprzez call center) MNI jest w stanie stworzyć profile z różnego rodzaju pakietami usług dodanych, spośród których klienci będą mogli wybierać. Naturalną drogą zaistnienia przez MNI na rynku MVNO jest zatem druga z wymienionych powyżej opcji. Jako jej zalety Adventis wymienia możliwość dobrego poznania potrzeb swoich klientów oraz zróżnicowania oferty usług dodanych ze względu na ich zainteresowania i oczekiwania. Jako wady wymieniany jest brak gwarancji, że posiadany kontent jest odpowiedni dla technologii telefonii komórkowej (ograniczenia nie tylko transferu, ale np. wygody odbioru treści w niewielkim okienku komórki), niewielkie doświadczenie większości tego typu firm w branży telekomunikacyjnej oraz sezonowość (np. olimpiady sportowe). MNI te wady nie dotyczą - kontent posiadany i produkowany przez MNI jest od dawna dedykowany dla telefonów komórkowych, spółka ma doświadczenie w dziedzinie tradycyjnej telekomunikacji, a z sezonowością spółka również miała do czynienia w pewnym stopniu w przypadku usług dodanych realizowanych do tej pory.

Drugą możliwością, jaką zidentyfikowała spółka, jest podjęcie współpracy z podmiotem o znanej marce i grupie klientów. W zależności od rodzaju działalności, jaką prowadziłby taki partner, możliwe byłoby zaoferowanie jego klientom telefonu w sieci umożliwiającej spersonalizowany kontakt z firmą, uczestnictwo w programach lojalnościowych, informowanie o promocjach, zmianach w ofercie itp. W zależności od rodzaju działalności partnera może to być także dostęp do zasobów multimedialnych czy dziennikarskich w przypadku firmy medialnej, przypomnienie o wysokości zadłużenia na karcie w przypadku banku, czy informacja o wygaśnięciu ubezpieczenia OC w przypadku firmy ubezpieczeniowej, co realizowane byłoby bez żadnych dodatkowych opłat. Przykładów i możliwości jest wiele, a spółka prowadzi rozmowy z różnymi podmiotami. Oferta współpracy MNI jest dla nich o tyle unikalną propozycją, że podmioty te nie są w stanie samodzielnie wejść na rynek MVNO, bo nie mają takiego zaplecza technicznego, jak wykształciło sobie MNI, a ich pracownicy nie posiadają wiedzy na temat sprzedaży usług telekomunikacyjnych. Mogą to najwyżej zrobić mniej sprawnie i prawdopodobnie wyższym kosztem. Z drugiej strony nakłady na stworzenie sieci i obsługę poszczególnych klientów są tak niewielkie, że opłaca się tworzyć "podsieci" dla danych podmiotów z nawet niewielką liczbą użytkowników, a im więcej będzie takich "podsieci" tym ogólna baza klientów będzie większa, przekładając się na coraz większą rentowność.

Niedawno Agora poinformowała, że jest zainteresowana wystąpieniem o licencję MVNO wraz z partnerem telekomunikacyjnym. Na razie spółka woli się nie spieszyć i przekonać się, jak sobie radzą inni wirtualni operatorzy, a decyzję podejmie w przyszłym roku. Sam pomysł wydaje się ciekawy - Agora posiada treść, która może być atrakcyjnie wykorzystana jako kontent dla telefonów komórkowych w formie serwisów, także multimedialnych. Samodzielne uruchomienie projektu byłoby jednak trudne dla spółki bez doświadczenia w branży telekomunikacyjnej i bez zaplecza technicznego. Agora jest klientem MNI i nie wykluczone, że rozważa możliwość wspólnego projektu właśnie z MNI.

Trzecim pomysłem na MVNO, jaki planuje wykorzystać MNI, jest uruchomienie usług za granicą, w krajach, gdzie pracuje wielu Polaków, czyli przede wszystkim w Wielkiej Brytanii, Irlandii i Niemczech. W zależności od źródła informacji, liczba Polaków, którzy wyemigrowali po wejściu Polski do UE waha się między 500 tys. i 2 mln. Wachlarz usług dodanych dla takich klientów może być szeroki: serwisy informacyjne z kraju, obsługa i infolinia w języku polskim, czy nawet tańsze połączenia z Polską. Polacy za granicą chętnie korzystają z polskich produktów. Podobny pomysł realizuje turecki Ay Yildiz, który w kilku krajach europejskich obsługuje tureckich imigrantów.

MNI szacuje, że w ciągu pięciu lat jest w stanie osiągnąć liczbę 500 tys. klientów telefonii komórkowej (w tym 100 tys. klientów usługi konwergentnej), a działalność stanie się rentowna najpóźniej po trzech latach. Taka liczba klientów wydaje się nam ambitna, ale realna do osiągnięcia. Już teraz spółka dysponuje bazą 60 tys. klientów telefonii stacjonarnej, którym można zaoferować usługę konwergentną, a planowane są kolejne akwizycje podmiotów z branży telefonii tradycyjnej, więc liczba ta będzie się dalej zwiększać. Możliwości pozyskiwania klientów zostaną ponadto skokowo zwiększone poprzez realne uwolnienie lokalnej pętli abonenckiej, które pozwoli na zaoferowanie abonamentu klientom TPSA. Oferowanie zaś usługi konwergentnej łączącej funkcjonalność telefonu komórkowego i telefonu VoIP umożliwi docieranie do jeszcze większej masy klientów.

MNI obecnie prowadzi rozmowy z operatorami dotyczące umowy o roamingu krajowym. Od momentu jej podpisania spółka jest w stanie w ciągu 2-4 miesięcy uruchomić usługi dla klientów swojej sieci stacjonarnej. Start jest zatem możliwy już w 1 kw. 2007 r.

Założenia dotyczące projektu MVNO

Trudno prognozować, ilu klientów przyciągną MVNO, jaka z tego część będzie odebrana istniejącym operatorom, a jaka będzie się składać na całkiem nowych użytkowników telefonów, a także jaki udział w tym rynku zdobędzie MNI. Dlatego nie jesteśmy w stanie na obecnym etapie włączyć działalności jako operator wirtualny do prognoz dla spółki i modelu jej wyceny. Postanowiliśmy jednak przeprowadzić symulację opartą na bardzo przybliżonych i obciążonych dużym ryzykiem założeniach, która pozwoli oszacować, jaki wpływ na wycenę MNI może mieć rozszerzenie działalności o MVNO.

Zakładamy, że spółce uda się osiągnąć liczbę 0,5 mln klientów w ciągu sześciu, a nie pięciu lat. Szacujemy także, że wysokość ARPU będzie o 15% wyższa niż w przypadku operatorów istniejących, ze względu na wyższy udział wyżej marżowych usług dodanych w przychodach MNI - po pierwsze jest to charakterystyczne dla MVNO, a po drugie MNI będzie kłaść szczególny nacisk na tego rodzaju usługi. Przewidujemy, że ARPU przez najbliższe trzy lata będzie wykazywać nadal tendencję malejącą, z dwóch względów: po pierwsze otwarcie rynku dla MVNO umożliwi wejście wielu nowych operatorów, którzy spowodują obniżki cen, a po drugie będą oni sięgać do tej części społeczeństwa, która nie ma do tej pory telefonu komórkowego, a jest to z reguły część najuboższa, którą trzeba będzie przyciągnąć superpromocyjną ceną. Doświadczenia zachodnich rynków pokazują, że wejście operatorów wirtualnych na rynek spowodowało spadek cen usług telekomunikacyjnych o średnio 10-15%. W dalszej kolejności przewidujemy niewielki wzrost ARPU, spowodowany z jednej strony wykruszeniem się najsłabszych operatorów wirtualnych, a z drugiej rosnącym udziałem usług 3G w miarę upowszechniania się tej technologii, większego dochodu rozporządzalnego ludności i większego zasięgu technicznego. Zakładamy, że upust do cen detalicznych w sieciach GSM będzie wynosił 30%. Nakłady inwestycyjne na początku działalności będą największe: ok. 30 mln zł, a nakłady odtworzeniowe będą wynosić ok. 5 mln.

Wartość NPV takiego projektu wynosi 1,24 zł na akcję. Podkreślamy, że jest to symulacja oparta na bardzo przybliżonych założeniach, obciążona dużym ryzykiem błędu. Nie uwzględniamy jej zatem w obliczeniach ceny docelowej akcji MNI.

NPV	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Założenia										
Liczba użytkowników (tys.)	-	45	117	257	386	463	510	535	551	568
zmiana (proc.)	-	-	160	120	50	20	10	5	3	3
ARPU operatorów GSM (zł)	59,7	50,1	44,1	41,4	42,3	42,8	44,1	45,5	46,9	48,3
zmiana (proc.)	-	-16	-12	-6	2	1	3	3	3	3
ARPU MVNO (zł)	-	57,6	50,7	47,7	48,6	49,2	50,7	52,3	53,9	55,6
przychody (mln zł)	-	31,1	71,2	147,2	225,2	273,5	310,2	335,8	356,6	378,7
opłaty do operatorów (mln zł)	-	18,9	43,3	89,6	137,1	166,5	188,8	204,4	217,1	230,5
SAC (zł)	-	250	240	200	200	200	200	200	200	200
marketing i pozostałe (mln zł)	-	15,0	12,0	9,0	9,3	9,5	9,8	10,1	10,4	10,7
EBIT (mln zł)	-	(14,1)	(12,2)	(2,9)	1,6	4,8	9,6	14,2	18,9	23,9
marża EBIT (proc.)	-	-45	-17	-2	1	2	3	4	5	6
Prognozowana wartość FCF										
EBIT (mln zł)	0,0	-14,1	-12,2	-2,9	1,6	4,8	9,6	14,2	18,9	23,9
stopa podatkowa (proc.)	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
NOPLAT (mln zł)	0,0	-11,4	-9,9	-2,3	1,3	3,9	7,8	11,5	15,3	19,4
Amortyzacja (mln zł)	0,0	4,3	5,0	5,7	6,5	7,3	8,1	8,9	5,5	5,6
Nakłady inwestycyjne (mln zł)	0,0	30,0	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6	5,8	6,0	6,1
FCF (mln zł)	0,0	-37,1	-9,9	-1,7	2,5	5,7	10,2	14,6	14,8	18,8
WACC (proc.)	9,2%	9,5%	9,7%	9,9%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Wycena										
DFCF (mln zł)	-	-37,05	-9,87	-1,74	2,51	5,68	10,17	14,53	14,66	18,65
Suma DFCF (mln zł)	17,5									
Wartość rezydualna (mln zł)	242,3									
Zdyskontowana wart. rez. (r)	94,2									
Wartość projektu (mln zł)	111,8									
ilość akcji (mln szt.)	90,3									
Wycena na akcję	1,24									

Źródło: DM PKO BP S.A.

Prognozy i wycena

Nasze prognozy na najbliższe lata uwzględniają przejęcie dataCOM, MoCoHub i Breakpoint, nie uwzględniają jednak kolejnych akwizycji, które są planowane przez zarząd i będą następowały ze środków pozyskanych w drodze emisji akcji serii L. Nie uwzględniają także potencjalnej wartości projektu MVNO. Dlatego też różnią się od prognoz zarządu, które w kalkulują efekty wykorzystania środków z emisji, nie biorąc pod uwagę działalności jako operator wirtualny.

Prognozy (mln zł)	2006			2007			2008		
	Zarząd	DM	różnica	Zarząd	DM	różnica	Zarząd	DM	różnica
Przychody ze sprzedaży	160	162	2	180	180	(0)	225	198	(27)
EBITDA	40	40	0	50	46	(4)	65	53	(12)

Źródło: DM PKO BP S.A., MNI

Nasze prognozy oparte są na konserwatywnych założeniach dalszego wzrostu rynku i zostały tylko nieznacznie zwiększone w porównaniu do naszych poprzednich założeń (z marca 2006).

Prognozy (mln zł)	2006			2007			2008		
	nowe	stare	różnica	nowe	stare	różnica	nowe	stare	różnica
Przychody ze sprzedaży	162	146	17	180	171	8	198	189	9
EBITDA	40	37	4	46	45	2	53	50	3
zysk netto	16	13	3	21	21	(1)	27	27	0

Źródło: DM PKO BP S.A.

Na polskiej giełdzie nie ma obecnie spółek, które można byłoby porównywać do MNI. Nie jest to już bowiem spółka telekomunikacyjna, dlatego wskaźniki TPSA czy Netii nie są miarodajne. Mimo że obecnie w większość przychodów i zysków MNI osiąga na działalności medialnej, brak także spółek, które mogłyby wykazać się podobną dynamiką i perspektywami wzrostu rynku. Najbliżej porównań jest mniejszy konkurent One2One, jednak nie dysponujemy prognozami dla tego gracza, którego wielkość i udział w rynku jest zresztą nieporównywalny. Dlatego porównaliśmy MNI do zagranicznych spółek z rynku usług dodanych dla telefonii komórkowej i stacjonarnej. Mediana cen wynikowych uzyskanych metodą porównań do wskaźników P/E i EV/EBITDA na lata 2006-07 wynosi 5,03 zł.

	P/E		EV/EBITDA	
	2006	2007	2006	2007
ICT Group, Inc.	30,3	23,8	7,7	6,6
Jet Multimedia	18,7	12,6	10,5	8,2
Openwave Systems, Inc.	30,9	16,4	17,4	8,7
Tencent Holdings Ltd.	32,7	26,9	21,0	16,8
mediana	30,6	20,1	14,0	8,4
MNI	24,2	19,1	11,3	9,9
 premia/dyskonto	-21%	-5%	-19%	17%
MNI – cena wynikowa	5,5	4,6	5,5	3,9

Źródło: DM PKO BP S.A. na podstawie Bloomberg

Z wycień wynika, że inwestycja w akcje MNI jest relatywnie bardziej atrakcyjna na br. niż na rok 2007, bo dyskonto w wycenie na 2006 względem peersów są wyższe niż na kolejny rok. Wynika to z faktu braku uwzględnienia w naszych prognozach kolejnych zapowiadanych akwizycji.

Wycena metodą DCF daje wynik 4,92 zł. Na podstawie wycen oboma metodami wyznaczamy cenę docelową na poziomie 4,90 i zalecamy AKUMULOWANIE akcji spółki.



Prognozy i model DCF

Bilans (mln zł)	2003	2004	2005	2006 P	2007 P	2008 P
Aktywa trwałe, w tym:	80,1	75,6	163,2	184,4	238,0	233,1
Rzeczowe aktywa trwałe	67,4	64,7	121,7	115,1	108,4	101,3
Aktywa obrotowe, w tym:	4,5	13,5	52,0	92,9	53,4	79,2
Gotówka	0,9	0,5	17,9	51,3	7,4	28,5
Aktywa razem	84,6	89,1	215,2	277,2	291,4	312,3
Kapitał własny	35,7	56,0	90,3	176,7	197,3	224,1
Zobowiązania, w tym:	48,9	33,1	124,9	100,5	94,2	88,2
Długoterminowe, w tym:	27,3	16,9	73,2	47,2	35,2	25,2
kredyty i pożyczki	6,4	5,1	68,4	42,4	30,4	20,4
Krótkoterminowe, w tym:	17,0	12,7	46,9	48,5	54,2	58,2
z tytułu dostaw i usług	0,5	8,2	12,0	16,2	18,0	19,8
Pasywa razem	84,6	89,1	215,2	277,2	291,4	312,3

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2003	2004	2005	2006 P	2007 P	2008 P
Przychody netto ze sprzedaży	18,6	36,1	83,2	162,1	179,7	198,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,5	3,5	10,2	27,9	33,9	40,6
marża zysku brutto na sprzedaży	3%	10%	12%	17%	19%	20%
Koszty sprzedaży	0,8	1,5	2,1	4,0	4,4	4,9
Koszty ogólnego zarządu	2,5	1,9	4,2	4,2	4,4	4,5
EBITDA	3,5	12,1	22,2	40,5	46,4	53,2
marża EBITDA	19%	33%	27%	25%	26%	27%
EBIT	-3,4	4,0	10,1	19,6	25,1	31,2
marża EBIT	-18%	11%	12%	12%	14%	16%
Zysk (strata) brutto	-4,3	5,0	8,7	18,0	22,8	29,9
marża zysku brutto	-23%	14%	11%	11%	13%	15%
Zysk (strata) netto	-4,4	5,0	34,0	16,2	20,5	26,9
marża zysku netto	-24%	14%	41%	10%	11%	14%

Rachunek przepływów pieniężnych (mln zł)	2003	2004	2005	2006 P	2007 P	2008 P
Przepływy z działalności operacyjnej	4,7	5,5	38,4	33,8	39,1	46,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,8	-8,7	-81,5	-39,6	-71,1	-15,0
Przepływy z działalności finansowej	-4,9	2,8	44,0	39,3	-12,0	-10,0
Przepływy pieniężne netto	0,6	-0,4	0,9	33,4	-43,9	21,0
Środki pieniężne na koniec okresu	0,9	0,5	17,9	51,3	7,4	28,5

Wycena DCF	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prognozowana wartość FCF										
EBIT (mln zł)	19,61	25,05	31,15	35,94	40,49	44,07	46,67	49,23	51,74	54,64
stopa podatkowa (proc.)	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
NOPLAT (mln zł)	15,89	20,29	25,23	29,11	32,80	35,70	37,80	39,88	41,91	44,26
Amortyzacja (mln zł)	20,85	21,32	22,03	22,98	22,02	21,23	20,57	19,99	19,54	18,76
Nakłady inwestycyjne (mln zł)	14,24	14,57	14,97	15,42	15,89	16,36	16,85	17,36	17,88	18,42
Zmiana kapitału obrotowego (mln zł)	3,22	2,71	2,88	2,28	1,84	1,47	1,08	1,11	1,14	1,18
FCF (mln zł)	19,28	24,33	29,41	34,39	37,09	39,10	40,44	41,41	42,43	43,42
Kalkulacja WACC										
Dług (proc.)	20,9	15,8	11,5	7,8	4,5	4,1	3,8	3,5	3,3	3,1
Stopa wolna od ryzyka (proc.)	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Premia rynkowa (proc.)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Koszt długu po opodatkowaniu (proc.)	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Koszt kapitału (proc.)	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
WACC (proc.)	9,2	9,5	9,7	9,9	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
Wycena										
DFCF (mln zł)	17,65	20,34	22,41	23,84	23,36	22,36	21,01	19,53	18,17	16,89
Suma DFCF (mln zł)	205,55									
Zdyskontowana wart. rezyd. (mln zł)	209,75									
Wartość firmy (mln zł)	415,31									
Dług netto (mln zł)	68,09									
Wpływy z emisji akcji (mln zł)	67,30									
Wartość kapitału własnego (mln zł)	414,52									
Ilość akcji (mln szt.)	90,29									
Wartość 1 akcji 01.01.06 (zł)	4,59									
Wartość 1 akcji 20.10.06 (zł)	4,92									

Źródło: DM PKO BP S.A.



Telefony kontaktowe

Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

doradca inwestycyjny
banki i finanseAndrzej Powierża
(022) 521 79 41
andrzej.powierza@pkobp.pltelekomunikacja, media, hotelarstwo,
przemysł spożywczyDorota Puchlew
(022) 521 87 23
dorota.puchlew@pkobp.pl

informatyka, budownictwo i nieruchomości

Michał Sztabler
(022) 521 79 13
michal.sztabler@pkobp.plprzemysł drzewny, papierniczy, oponiarski, lekki
produkcja i dystrybucja farmaceutykówHanna Kędziora
(022) 521 79 43
hanna.kedziora@pkobp.pl

przemysł paliwowy, chemia, energetyka

Ludomir Zalewski
(022) 521 79 17
ludomir.zalewski@pkobp.pl

Zespół Klientów Instytucjonalnych

Krzysztof Kasiński (0-22) 521 82 10
krzysztof.kasinski@pkobp.plMaciej Barszczewski (0-22) 521 91 50
maciej.barszczewski@pkobp.plDariusz Andrzejak (0-22) 521 82 12
dariusz.andrzejak@pkobp.plArtur Błachnio (0-22) 521 91 40
artur.blachnio@pkobp.plArtur Szymecki (0-22) 521 82 14
artur.szymecki@pkobp.plMichał Kołatkowski (0-22) 521 91 39
michal.kolatkowski@pkobp.pl

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego 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 PKO BP

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 PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP 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 PKO BP 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. Modelem 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 wycenić prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek 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, ich emitentów lub wystawców. Inwestor powinien zakładać, że DM PKO BP ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie dwóch następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM PKO BP jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochoowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP 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 PKO BP bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. DM PKO BP może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.