

MNI

poprzednia rekomendacja:

kupuj

Cena (27/06/2007)	6.0
Wycena	8.3

Przed wszystkim usługi medialne

Strategicznym segmentem działalności spółki jest świadczenie telekomunikacyjnych usług dodanych. Drugi pod względem udziału w przychodach segment działalności (telekomunikacja stacjonarna), jak i wdrażany projekt MVNO ma jedynie służyć zwiększaniu przychodów i wzrostowi marż z usług medialnych. Pozyskanie w przyszłości licznej bazy klientów jako operator wirtualny poprawi istotnie dynamikę i rentowność sprzedaży usług medialnych poprzez ominięcie wysokich prowizji płaconych operatorom telekomunikacyjnym przy sprzedaży usług dodanych. Biorąc pod uwagę aktualny kurs akcji i naszą wycenę oraz mając na względzie korzystne perspektywy rozwoju spółki wydajemy rekomendację kupuj.

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2005	83.2	34.0	46.1	32.7	34.0	1.5	2.0	4.0	4.0	1.51	5.9	4.3	46.5%
2006	162.4	12.2	38.8	8.0	7.8	0.3	1.5	4.5	17.3	1.33	16.4	b.d.	9.9%
2007P	188.3	17.8	44.0	17.3	14.0	0.2	0.4	2.0	38.7	2.97	32.2	13.0	9.8%
2008P	246.5	30.1	56.4	28.7	23.2	0.3	0.5	2.2	23.3	2.67	18.3	9.8	12.1%
2009P	314.6	36.8	64.0	36.4	29.4	0.3	0.6	2.5	18.4	2.38	14.2	8.2	13.7%

prognozy wyników Millennium DM, mln PLN,

Wysokie szanse powodzenia projektu MVNO

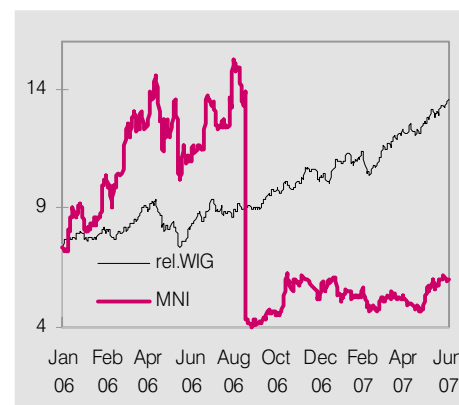
Uważamy, że projekt MVNO ma w przypadku spółki wysokie szanse powodzenia. Zwracamy uwagę na stosunkowo wysoki stosunek potencjalnego zysku do ryzyka. Spółka nie będzie się angażować w wysokie nakłady inwestycyjne, natomiast wykorzystywanie obcych marek i sieci dystrybucji zminimalizuje koszty reklamy i sprzedaży. Dodatkowo za powodzeniem projektu przemawia fakt, że spółka zadowolony się nawet minimalnym poziomem rentowności na sprzedaży usług telekomunikacyjnych. Zysk dla MNI będzie wynikał z dostępu do licznej bazy własnych abonentów w celu zaoferowania im usług dodatkowych.

Akwizycja spółki Telestar

Dzisiaj spółka poinformowała w komunikacie o podpisaniu umowy nabycia akcji spółki Telestar. Grupa MNI będzie posiadać 84.01% kapitału spółki za co zapłaci około 37 mln PLN. W naszym raporcie ta akwizycja nie została uwzględniona. Zakładaliśmy natomiast przejęcie jeszcze w tym roku spółki medialnej za kwotę 40 mln PLN przy wskaźniku EV/EBITDA na poziomie 10x. Warunki obecnej transakcji są nawet korzystniejsze od naszych założeń. Oceniamy transakcję pozytywnie. Pozwoli ona spółce wejść na rynek mediów elektronicznych (televizja, portale internetowe) oraz poszerzyć geograficznie obszar swojej działalności o rynek brytyjski.

Rekomendacja kupuj

Wyceny spółki dokonaliśmy trzema metodami: dochodową, porównawczą do polskich alternatywnych operatorów telekomunikacyjnych oraz do polskich spółek świadczących telekomunikacyjne usługi medialne. Otrzymaliśmy odpowiednio wyceny na poziomie 7.9, 6.2 oraz 14.8 PLN na akcję. Największą wagę (50%) przyjęliśmy do wyceny dochodowej, ze względu na jej największą miarodajność. Natomiast najmniejszą wagę na poziomie 15% (ze względu na nieliczną grupę porównawczą) do wyceny porównawczej do polskich spółek świadczących telekomunikacyjne usługi medialne. Wycena ważona wynosi 8.33PLN.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	15,25/4,01
Liczba akcji (mln)	90.3
Kapitalizacja (mln PLN)	538
EV (mln PLN)	603
Free float (mln PLN)	303
Średni obrót (mln PLN)	6.5
Główny akcjonariusz	com.Investment
% akcji, % głosów	32,59/32,59
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	3% 17% -47%
Zmiana rel. WIG (%)	-2% 0% -114%

Michał Buczyński
(022) 598 26 58

michal.buczynski@millenniumdm.pl

Wycena

Wycena metodą DCF

Wyceny akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka posłużyliśmy się rentownościami obligacji o stałym oprocentowaniu.

Założenia odnośnie przychodów przyjęte w modelu wyceny DCF

	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
usługi telekomunikacyjne	69	90	130	177	234	299	345	373	404	438
usługi telekomunikacyjne (stacjonarne)	69	71	72	74	75	77	78	80	81	83
usługi telekomunikacyjne (MVNO)	-	19	58	104	159	222	267	294	323	355
liczba abonentów na koniec roku	-	70	150	250	375	500	550	605	666	732
ARPU (bez usług dodanych)	-	45	44	43	42	42	42	42	42	42
usługi medialne	108	146	174	203	240	283	331	384	446	520
pozostałe	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Razem	188	247	315	391	484	592	686	768	861	969

Źródło: Millennium DM

Do prognoz na lata 2007-2016 wykorzystanych w modelu wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ dalszy rozwój spółki zgodnie z obecną strategią zakładającą koncentrację głównie na rozwoju usług medialnych, natomiast działalność telekomunikacyjna traktowana będzie jako narzędzie służące dostarczaniu treści medialnych,
- ❑ zgodnie z zapowiedziami spółki założyliśmy, że dokona ona w bieżącym roku dalszych przejęć spółek z branży medialnej za kwotę 40 mln PLN przy wskaźniku EV/EBITDA na poziomie 10x,
- ❑ wzrost inflacyjny przychodów z telefonii stacjonarnej w okresie prognozy,
- ❑ wzrost przychodów z usług medialnych w okresie prognozy średnio na poziomie około 19%, co ma wynikać z założenia przejścia w roku bieżącym, wzrostu organicznego na szybko rosnącym rynku oraz pozyskania bazy klientów poprzez projekt MVNO,
- ❑ wzrost marży na działalności medialnej jako efekt rozwoju projektu MVNO i pozyskania licznej bazy abonentów głównie segmentu „Premium” i omińnięcia płaconych wysokich prowizji operatorom przy sprzedaży usług medialnych,
- ❑ rozpoczęcie realizacji projektu MVNO w IV kwartale bieżącego roku i ścieżkę pozyskiwania abonentów na poziomie zakładanym przez spółkę,
- ❑ łączna marża operacyjna z działalności telekomunikacyjnej (bez usług dodanych) realizowana na projekcie MVNO począwszy od roku 2009 na poziomie 5%, z tego 2 pp. marży przypada MNI a pozostałe 3 pp. marży przypadnie dawcom marek,

Model wyceny spółki MNI metodą DCF

(mln PLN)	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	>2016
sprzedaż	188.3	246.5	314.6	391.4	484.3	592.5	686.2	767.7	861.2	968.6	
zmiana sprzedaży	16.0%	30.9%	27.6%	24.4%	23.7%	22.3%	15.8%	11.9%	12.2%	12.5%	
marża EBITDA	23.4%	22.9%	20.3%	18.5%	17.0%	15.8%	15.3%	15.3%	15.2%	15.1%	
marża EBIT	9.4%	12.2%	11.7%	11.6%	11.4%	10.9%	10.8%	10.9%	11.0%	11.1%	
EBIT	17.8	30.1	36.8	45.3	55.0	64.5	74.1	83.8	94.9	107.8	
stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
amortyzacja	26.2	26.3	27.1	26.9	27.2	29.1	31.2	33.3	35.7	38.5	
inwestycje	-73.0	-23.0	-23.0	-24.8	-26.8	-29.0	-31.3	-33.8	-36.5	-39.4	
zmiana kap.obrotowego	0.5	-2.0	-2.3	-2.6	-3.2	-3.7	-3.2	-2.8	-3.2	-3.7	
FCF	-31.9	25.7	31.6	36.1	41.7	48.7	56.7	64.6	72.9	82.7	1,257.4
zmiana FCF	-	-	23.2%	14.3%	15.5%	16.6%	16.5%	13.9%	12.9%	13.4%	3.0%
dlug/kapitał	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
stopa wolna od ryzyka	4.76%	5.09%	5.30%	5.44%	5.53%	5.57%	5.60%	5.64%	5.66%	5.65%	5.0%
premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
koszt długu	4.7%	4.9%	5.1%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%	4.9%
koszt kapitału	10.8%	11.1%	11.3%	11.4%	11.5%	11.6%	11.6%	11.6%	11.7%	11.6%	11.0%
WACC	9.5%	9.9%	10.1%	10.2%	10.3%	10.3%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	9.8%
PV (FCF)	-29.1	21.3	23.7	24.5	25.6	27.0	28.5	29.3	29.9	30.8	467.7
wartość DFCF (mln PLN)	679										
(dlug) gotówka netto	-65.2										
wpływy emisji akcji serii L	66.4										
wycena MNI	680.4										
liczba akcji (mln szt.)	90.31										
wycena na akcję XII 2006	7.5										
obecna wycena (PLN)	7.9										

Źródło: Millennium DM

Pomimo, że w przyjętym przez nas scenariuszu rozwoju organicznego spółki po roku 2008, MNI wykazuje stosunkowo niski poziom zadłużenia netto, to uważamy, że przyjęcie zerowego długu w strukturze kapitału byłoby w przypadku spółki nieuzasadnione. Sądzymy, że zgodnie ze swoimi zapowiedziami spółka będzie kontynuować ekspansję w drodze akwizycji także w następnych latach oraz prowadzić optymalną politykę dywidend, czego wynikiem będzie ukształtowanie optymalnej struktury kapitału.

Metoda porównawcza

Wycenę porównawczą oparliśmy na trzech wskaźnikach rynkowych: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Wagi przyjęte dla wskaźników opartych na wynikach finansowych przyjęliśmy na zbliżonym poziomie.

Wyceny dokonaliśmy w oparciu o grupę polskich spółek notowanych na GPW w Warszawie. Ze względu na fakt, że MNI generuje 52% przychodów z telekomunikacyjnych usług dodanych, a 42% z usług telekomunikacyjnych, wycenę spółki sporządziliśmy zarówno do grupy alternatywnych operatorów telekomunikacyjnych (Hyperion, Mediatel, Netia, Spray), jak i spółek świadczących usługi dodane za pośrednictwem sieci telekomunikacyjnych (PPWK, One2One).

HYPERION - podstawowym przedmiotem działalności spółki jest świadczenie usług dostępu do Internetu za pomocą własnej, szerokopasmowej infrastruktury teleinformatycznej. Spółka prowadzi działania konsolidacyjne przejmując infrastrukturę oraz kupując większościowe pakiety udziałów od firm branżowych.

MEDIATEL - świadczy zintegrowane usługi telekomunikacyjne, w tym usługi komutowanego i stałego dostępu do Internetu, głosowe połączenia telekomunikacyjne oraz usługi informatyczne związane z obsługą sieci przez Internet.

NETIA - jest wiodącym niezależnym operatorem telefonii stacjonarnej w Polsce. Działa na bazie własnej sieci szkieletowej oraz lokalnych sieci dostępowych. Spółka ma też mniejszościowy pakiet udziałów w P4, czwartym operatorze telefonii komórkowej w Polsce.

SPRAY - jest spółką dostarczającą usługi telekomunikacyjne na terenie Warszawy. Spółka działa w oparciu o własną sieć telekomunikacyjną.

ONE2ONE - zajmuje się usługami dodanymi w telefonii komórkowej, takimi jak SMS, MMS, WAP czy J2ME i ich zastosowaniami w mediach i biznesie. Spółka posiada znaczącą pozycję w niektórych obszarach rynku mobilnego.

PPWK - jest dostawcą informacji geograficznej. W 2003 roku sprzedało segment kartografii szkolnej. Obecnie spółka rozwija produkcję i sprzedaż systemów nawigacji satelitarnej i map cyfrowych opartych na technologii GIS. Zamierza przejąć spółkę marketingu mobilnego EL2 i się z nią połączyć.

Wycena porównawcza do operatorów alternatywnych

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	EV/ EBITDA 2007P	EV/ EBITDA 2008P	EV/ EBIT 2007P	EV/ EBIT 2008P	P/E 2007P	P/E 2008P
HYPERION	130	13.8	12.8	19.6	17.3	24.7	22.1
MEDIATEL	46	20.6	19.1	46.6	41.9	48.4	45.2
NETIA	1,751	13.8	10.2	-	-	-	-
SPRAY	87	15.2	11.9	27.6	19.4	33.1	24.0
Mediana		14.5	12.3	27.6	19.4	33.1	24.0
Wagi dla wskaźników		16%	17%	16%	17%	17%	17%
Wycena MNI (mln PLN)		607	685	460	575	463	558
Na akcję (PLN)		6.7	7.6	5.1	6.4	5.1	6.2
Wycena ważona (PLN)		6.18					

Źródło: prognozy Bloomberg, Millennium DM, raporty spółek, ceny z dnia 27.06.2007

Wycena spółki do grupy porównawczej składającej się ze spółek telekomunikacyjnych daje wartość 6.18 PLN, co jest tylko o kilka procent powyżej obecnych notowań spółki. Znacznie wyższą wycenę (14.79 PLN) daje porównanie do spółek notowanych na Warszawskiej GPW z branży dostawców usług medialnych do sieci telekomunikacyjnych. Niestety stosunkowo nieliczna grupa porównawcza składająca się jedynie z dwóch spółek może być mniej miarodajna od liczniejszej grupy.

Wycena porównawcza do spółek świadczących telekomunikacyjne usługi medialne

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	EV/ EBITDA 2007P	EV/ EBITDA 2008P	EV/ EBIT 2007P	EV/ EBIT 2008P	P/E 2007P	P/E 2008P
ONE2ONE	97	26.6	15.9	29.6	19.6	36.3	24.0
PPWK	388	87.3	47.4	95.1	54.4	64.7	55.9
Mediana		57.0	31.7	62.3	37.0	50.5	39.9
Wagi dla wskaźników		16%	17%	16%	17%	17%	17%
Wycena MNI (mln PLN)		2,475	1,777	1,076	1,105	706	928
Na akcję (PLN)		27.4	19.7	11.9	12.2	7.8	10.3
Wycena ważona (PLN)		14.79					

Źródło: prognozy Bloomberg, Millennium DM, raporty spółek, ceny z dnia 27.06.2007

Przy obydwu metodach najwyższe wyceny daje porównanie na bazie wskaźnika EV/EBITDA. Wynika to z faktu, że wyniki spółki są obciążone stosunkowo wysokim poziomem amortyzacji aktywów telekomunikacyjnych spółki, który jest znacznie wyższy niż nakłady spółki na rzeczowy majątek trwały związany z tym segmentem działalności. Jej poziom za 1-2 lata powinien się istotnie obniżyć, co wpłynie na poprawę wyniku operacyjnego spółki.

Podsumowanie

Wszystkie trzy metody wycen dają różne wyniki. Jako najbardziej miarodajną uznaliśmy metodę DCF i przypisaliśmy wagę wycenie na poziomie 50%. Niska waga dla wyceny porównawczej do spółek medialnych wynika głównie z obaw o miarodajność wyceny porównawczej składającej się jedynie z dwóch spółek. Wycena ważona wynosi 8.33PLN na akcję i jest 39,8% wyższa od obecnej ceny rynkowej akcji spółki.

Zestawienie wycen spółki MNI S.A.

	Wycena (mln PLN)	Wycena na akcję (PLN)	Waga
Wycena DCF	713	7.9	50.0%
Wyceny porównawcze:			
do alternatywnych operatorów telekomunikacyjnych	559	6.2	35.0%
do spółek świadczących telekomunikacyjne usługi medialne	1,336	14.8	15.0%
Wycena ważona	752	8.33	

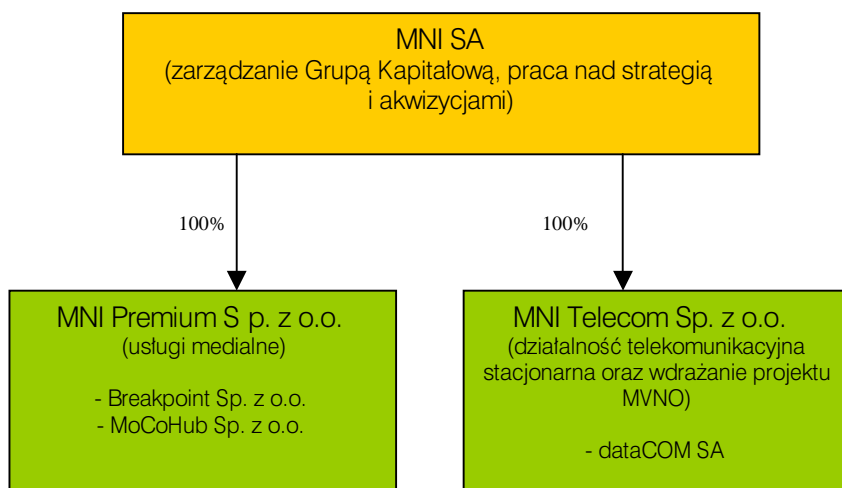
Źródło: Millennium DM

Struktura Grupy i segmenty działalności

Obecnie Grupa Kapitałowa MNI składa się z trzech podstawowych podmiotów:

- MNI SA zajmującej się zarządzaniem Grupą Kapitałową oraz opracowywaniem strategii oraz polityki przejęć,
- MNI Premium skupiającej w sobie całą działalność Grupy Kapitałowej związaną z usługami medialnymi oraz innymi usługami dodanymi, świadczonymi za pośrednictwem sieci telekomunikacyjnych, zarówno stacjonarnych, jak i mobilnych,
- MNI Telecom skupiającej w sobie całą działalność Grupy związaną z telekomunikacją. Spółka ta jest także odpowiedzialna za projekt związany z wprowadzeniem usług MVNO.

Struktura Grupy Kapitałowej MNI



Źródło: Millennium DM; MNI S.A.

Według strategii spółki Grupa ma się koncentrować głównie na rozwoju usług medialnych i utrzymaniu wiodącej pozycji tych usług w strukturze przychodowej Grupy. Działalność telekomunikacyjna w tradycyjnym rozumieniu traktowana będzie jako narzędzie służące dostarczaniu treści medialnych.

W ostatnich miesiącach MNI przeprowadziło kilka akwizycji. Było to zgodne z celami przeprowadzonej w I kwartale bieżącego roku emisji akcji serii L, z której pozyskała około 67 mln PLN. Spółka przejęła trzy spółki.

dataCOM - W sierpniu 2006 roku spółka nabyła pakiet 76.49% akcji za 19 mln PLN, co po odjęciu gotówki dało cenę około 11 mln PLN. Biorąc pod uwagę, że EBITDA za rok ubiegły wyniosła około 2 mln PLN, MNI zapłaciło za spółkę około 7xEBITDA. 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. Silną stroną dataCOM są klienci generujący wysoki przychód oraz rozbudowana sieć światłowodowa zapewniająca najwyższą jakość transmisji.

MoCoHub - umowa kupna tej spółki została sfinalizowana we wrześniu ubiegłego roku. Za 75% udziałów MNI zapłaciło 3 mln PLN. Pozostała część została dokupiona w kwietniu bieżącego roku za kwotę 1.1 mln PLN. Spółka zajmuje się hurtową sprzedażą zaawansowanych usług mobilnych, takich jak gry i różnego rodzaju serwisy. Przejęcie spółki miało na celu uzyskania dostępu do jak największej bazy kontentu dla usług mobilnych. Dostęp do takich treści jest kluczowy zarówno z punktu widzenia rozwoju platformy dla 3G i projektu MVNO oraz planów związanych z wejściem na zagraniczne rynki. Dodatkowo akwizycja ta wzmocniła istotnie specjalistyczne kadry Grupy MNI.

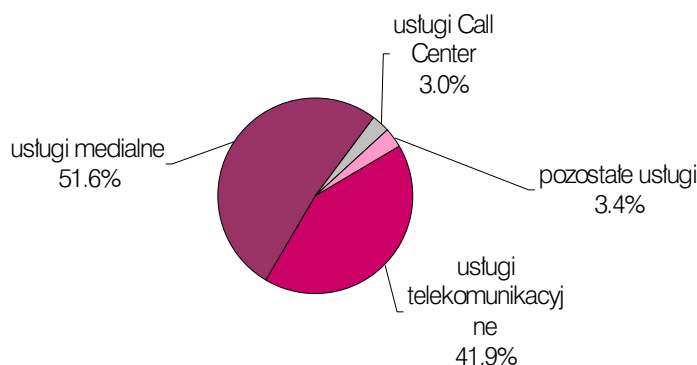
Breakpoint - w grudniu 2006 roku sfinalizowana została umowa przejęcia 57% kapitału spółki. Cena za pakiet wyniosła 4.6 mln PLN. Pomimo, że wskaźnik P/EBITDA powyższej transakcji wyniósł 17.8 za rok 2006 oraz 5.5 dla prognoz na rok 2007, to zakup pakietu akcji tej spółki był bardzo dobrym posunięciem MNI. Breakpoint jest doświadczonym producentem gier Java na komórki. W chwili zawierania transakcji spółka miała około 60 gier wykorzystywanych w sieciach kilkudziesięciu operatorów GSM na całym świecie. Większość sprzedaży spółki (90%) stanowił eksport. Spółka osiągnęła też znaczącą pozycję na rynku krajowym. W momencie przejęcia spółka znalazła się na takim etapie rozwoju, w którym dalszy rozwój warunkowany był możliwością zwiększenia kapitału obrotowego i środków na inwestycje. Dzięki potencjałowi MNI możliwa stała się produkcja gry na telefon komórkowy opartej na znanym filmie czy serialu po wykupieniu licencji na korzystanie z tytułu i z wizerunków bohaterów.

Na powyżej opisane trzy akwizycje spółka przeznaczyła około 27 mln PLN. Z emisji akcji serii L w I kwartale bieżącego roku spółka pozyskała około 66 mln PLN netto. Celami emisji było przeznaczenie 54 mln PLN na akwizycje oraz 13 mln PLN na wstępne inwestycje w projekt MVNO. Obecnie sytuacja finansowa spółki pozwala jej na dokonanie nawet wyższych przejęć niż za pozostałe na cele akwizycyjne 29 mln PLN. Zwracamy uwagę na wysoki poziom generowanej nadwyżki finansowej w spółce (zysk netto + amortyzacja), który wynika ze stosunkowo wysokich odpisów amortyzacyjnych w telekomunikacyjnym ramieniu Grupy. Wysoka amortyzacja nie pociąga jednak za sobą konieczności inwestycji, gdyż dzięki liberalizacji rynku telekomunikacyjnego w Polsce spółka ma dostęp do infrastruktury TPSA na korzystniejszych warunkach.

Niedawno spółka poinformowała o rezygnacji z zakupu spółki Petrotel Sp. z o.o. Taka decyzja wynika z malejącej atrakcyjności inwestycji w aktywa telekomunikacji stacjonarnej, na korzyść spółek oferujących usługi dodatkowe dla telefonii komórkowej. Spółka twierdzi, że środki finansowe, które miały być przeznaczone na zakup spółki zostaną wykorzystane do sfinansowania będących na ostatnim etapie przygotowań transakcji dotyczących nabycia podmiotów działających w obszarze wysoko marżowych usług medialnych. W obszarze zainteresowania spółki znajdują się firmy oferujące kontent zarówno dla telefonów komórkowych, jak i możliwy do zaoferowania w telewizji interaktywnej i cyfrowej. Spółka zainteresowana jest wszelkimi rodzajami treści, od dzwonek i tapet po prawa autorskie do publikacji multimedialnych. Potencjalnych celów przejęć spółka szuka także za granicą, gdyż MNI planuje zaoferować swoje usługi także na zagranicznych rynkach.

Uważamy, że na przeprowadzenie zapowiadanych przez zarząd transakcji jest bardzo duża szansa, dlatego w naszych prognozach uwzględniliśmy przeprowadzenie akwizycji spółek medialnych w III kwartale bieżącego roku za kwotę 40 mln PLN. Sugerując się deklaracjami zarządu, że graniczną dla akwizycji spółki medialnej wyceną jest P/EBITDA na poziomie 10x, przyjęliśmy parametry spółek przejmowanych właśnie na takim poziomie.

Struktura sprzedaży spółki w 2006 roku



Źródło: MNI SA, Millennium DM

Głównymi segmentami działalności MNI odpowiadającymi za 93.5% przychodów są usługi telekomunikacyjne i usługi medialne. W ramach usług telekomunikacyjnych można wyodrębnić obecnie świadczone stacjonarne usługi telekomunikacyjne oraz wdrażany projekt telefonii komórkowej jako niezależny operator wirtualny (MVNO).

Telefonia stacjonarna

MNI posiada około 60 tys. abonentów telefonii stacjonarnej, z czego 20 tys na terenie strefy warszawskiej, podlaskiej i łomżyńskiej oraz 40 tys. na terenie byłych województw radomskiego, łódzkiego, piotrkowskiego i tarnobrzeskiego. Plan rozwoju tego segmentu opiera się w dużej mierze na zdobywaniu klientów na obszarach gdzie spółka posiada już własną infrastrukturę telekomunikacyjną oraz oferowaniu im pełnej gamy usług z zakresu telekomunikacji. Przykładowo MNI chce na terenie województwa podlaskiego i mazowieckiego dotrzeć do klientów sektora małych i średnich przedsiębiorstw, wykorzystując w dużej mierze infrastrukturę nabytej spółki dataCOM (magistrala światłowodowa o długości ponad 60 km). Dodatkowo spółka na terenach swojej działalności zamierza także świadczyć usługi klientom w oparciu o infrastrukturę telekomunikacyjną TPSA. Ponadto MNI rozbudowuje ofertę telekomunikacyjną dla swoich dotychczasowych abonentów o dostęp do szerokopasmowego Internetu za pomocą technologii WiMAX oraz telewizję internetową IPTV, która pozwala użytkownikom Internetu oglądać programy i filmy na życzenie.

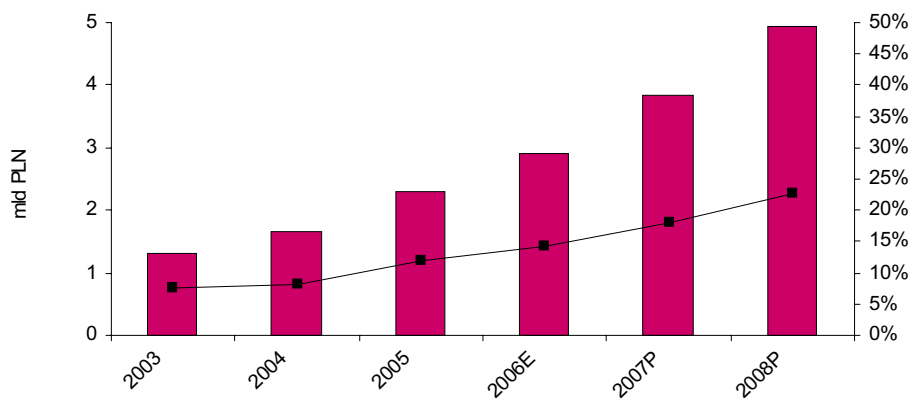
Nasze oczekiwania odnośnie rozwoju tego segmentu działalności spółki są dość ostrożne. Oczekujemy wzrostu przychodów z tego segmentu na poziomie zbliżonym do poziomu inflacji (około 2%). Rentowność tej działalności powinna jednak pozostać na zbliżonym do obecnego poziomie ze względu na możliwości ekspansji i praktycznie bezinwestycyjnego pozyskiwania abonentów dzięki wykorzystywaniu infrastruktury TPSA. Na ten segment działalności należy także patrzeć z perspektywy możliwości wprowadzenia technologii konwergentnej z telefonią komórkową oraz budowanie własnego rynku odbiorców zaawansowanych usług dodanych dostarczanych w ramach projektu IPTV.

Usługi medialne

Usługi medialne są i mają pozostać dla spółki głównym źródłem i narzędziem generowania przepływów gotówki. Rozwój projektów telekomunikacyjnych - zarówno stacjonarnych, jak i MVNO ma jedynie służyć zwiększaniu przychodów i marży realizowanej na usługach dodanych. Działalność medialna obejmuje w MNI usługi dodane, zarówno dla telefonii stacjonarnej, jak i mobilnej, a jej odbiorcami są osoby oglądające telewizję, słuchające radio, czytelnicy czasopism, a także użytkownicy Internetu i posiadacze telefonów. Grupa MNI w ramach tych usług obsługuje linie o numerach o podwyższonych płatnościach (0 700), prowadzi sprzedaż telefoniczną oraz wsparcie posprzedażowe, przeprowadza badania i sondaże telefoniczne, wspomaga działania marketingowe, komunikując się z klientem za pomocą maili, sms-ów i faksów. Przeprowadza również konkursy telewizyjne (audiotele) i radiowe z udziałem widzów drogą bezpośredniego kontaktu telefonicznego lub za pomocą sms-ów. Umożliwia także realizację drobnych płatności za dostęp do danej treści czy doładowanie konta telefonicznego.

MNI ma bardzo silną pozycję na rynku telekomunikacyjnych usług medialnych w Polsce. O pozycji spółki świadczy skala projektów medialnych przeprowadzonych przez spółkę. Spółka obsługuje takich klientów jak Telewizja Polska S.A., Polskie Radio, Radio Zet oraz MTV Polska. Obecnie świadczenie usług dodanych i medialnych przez MNI opiera się także na kontraktach z czterema operatorami mobilnymi (PTC, PTK Centertel, Polkomtel) oraz z operatorem telefonii stacjonarnej TPSA.

Wartość polskiego rynku mobilnych usług dodanych oraz jego udział w przychodach operatorów



Źródło: Millennium DM na podstawie Audytel

Spółka otwarcie mówi, że interesuje ją każdy segment rynku telekomunikacyjnych usług dodanych. Jest to bardzo atrakcyjny rynek i w miarę rozwoju rynku telekomunikacyjnego, a zwłaszcza telefonii komórkowej, pojawiają się nowe dziedziny usług dodanych. W zakresie usług GSM i GPRS możliwości techniczne rozwoju bardziej zaawansowanych usług dodanych są na wyczerpaniu. Wciąż perspektywiczny jest rynek marketingu mobilnego, konkursów SMS-owych, serwisów informacyjnych i rozrywkowych na komórkę oraz gier, dzwonek, tapet i innych gadżetów. Coraz więcej podmiotów dostrzega skuteczność tego typu dotarcia do klienta. Badania wykazują, że reklama SMS-owa jest znacznie skuteczniejsza w budowaniu świadomości marki niż przekaz telewizyjny lub radiowy. Dodatkowo jest także tańsza.

Obecnie rynek ten nieco zwolnił tempo rozwoju (w ocenie spółki do około 8% rocznie). Wynika to z nasycenia usługami na telefony GSM i GPRS, natomiast usługi w oparciu o 3G (UMTS) jeszcze nie są na tyle w Polsce popularne, aby pociągnąć rynek silniej do przodu. Dopiero uruchomienie na szerszą skalę telefonii 3G umożliwi rozszerzenie palety usług dodanych i spowoduje skokowy rozwój rynku. Naszym zdaniem już pod koniec roku może być widoczne przyspieszenie rynku do 20-25% - czyli tempa prognozowanego przez firmy doradcze zajmujące się rynkiem telekomunikacyjnym.

Należy podkreślić, że spółka jest dobrze przygotowana do upowszechnienia się telefonii 3G. Spółka zbudowała platformę dla telefonii trzeciej generacji, która ma szansę się stać największym w kraju dostawcą treści multimedialnych.

Projekt MVNO

Rozpoczęcie projektu MVNO oraz podpisanie umowy z PTK Centertelem jest naszym zdaniem bardzo istotnym punktem w historii spółki, który trudno przecenić. Choć bardzo wiele podmiotów (kilkadziesiąt) wyraziło chęć stania się operatorem wirtualnym, to ze względu na unikalną strategię oraz unikalne połączenie działalności telekomunikacyjnej ze świadczeniem usług dodanych - w przypadku MNI projekt MVNO - naszym zdaniem powinien zakończyć się pełnym sukcesem.

Uważamy, że projekty MVNO realizowane jako typowo operatorskie (operator nastawia się na czerpanie zysków jedynie z działalności telekomunikacyjnej) nie przyniosą inwestorom wysokich stóp zwrotu. Z naszych obliczeń wynika, że ze względu na upust dla operatora MVNO sięgający 25-30% po uwzględnieniu pozostałych kosztów uzyskana rentowność na poziomie operacyjnym może wynieść przy dobrym biznes planie jedynie 3-5%. Naszym zdaniem wielu MVNO zrezygnuje z działalności lub skończy na deklaracjach.

To co wyróżnia MNI w podejściu do MVNO jest strategia zakładająca, że projekt MVNO ma być jedynie narzędziem w uzyskiwaniu wyższej marży na sprzedaży usług dodanych w telefonii komórkowej. Główna korzyść dla MNI z posiadania licznej bazy własnych abonentów telefonii komórkowej polegałaby na znacznym obniżeniu opłaty od usług dodanych pobieranych przez operatorów telekomunikacyjnych. Wynika to z faktu, że kilkadziesiąt procent ceny, jaką klient płaci za usługę oferowaną przez MNI jest inkasowana przez operatora telekomunikacyjnego. Gdyby to był abonent sieci MVNO należącej do MNI, to przykładowo Centertel pobrałby jedynie kilka do kilkunastu procent. Dlatego pozyskanie dużej własnej bazy abonentów telefonii komórkowej spowodowałoby istotny wzrost marż realizowanych przez MNI na sprzedaży usług mobilnych.

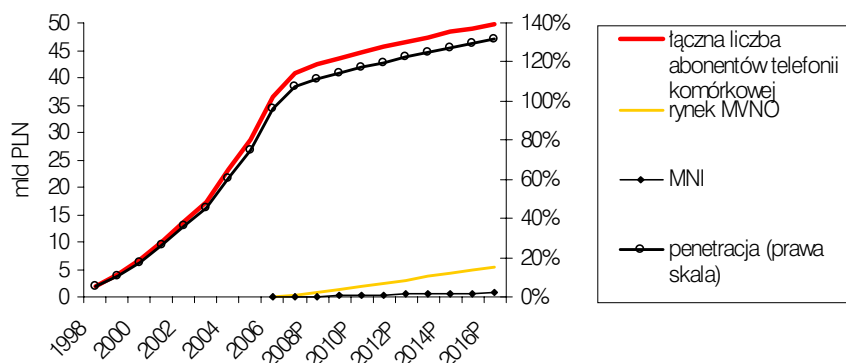
Spółka zamierza pozyskiwać abonentów MVNO trzema sposobami. Głównym i naszym zdaniem najbardziej skutecznym sposobem budowania bazy własnych abonentów będzie podpisanie umów z właścicielami znanych rynkowych marek, które jednocześnie byłyby zainteresowane zaoferowaniem mobilnych usług telekomunikacyjnych głównie w celu uzyskania lepszego kontaktu z abonentem (np. w celach marketingowych). Naszym zdaniem, w Polsce jest wiele marek, które zechcą posiadać lepszy kontakt ze swoimi klientami. Przykładem jest mBank, który jako pierwszy wystartował z ofertą oraz Amway. Sądzymy, że liczne grono firm, których potencjalna baza abonentów nie przekroczyłaby 100 tys. nie będzie skłonna do samodzielnego podpisywania umowy z operatorem telefonii komórkowej posiadającym infrastrukturę, lecz skorzysta z oferty MNI, który występuje tutaj w formie pośrednika.

Drugą metodą pozyskania abonentów ma być dotarcie do 60 tys. klientów MNI, którzy robią rocznie zakupy w MNI za kwotę 90 mln PLN. Spółka posiada w bazie ich numery telefonów. Pozyskanie do grona

swoich użytkowników klientów, którzy rocznie robią w spółce zakupy przeciętnie na kwotę 150 PLN, przyniosłoby szczególnie oszczędności w opłatach płaconych dla operatorów telefonii komórkowej.

Trzecią metodą dotarcia do klientów, choć naszym zdaniem najmniej skuteczną ma być wykorzystanie własnej bazy abonentów telefonii komórkowej w celu zaoferowania im usług konwergencyjnych.

Prognoza liczby abonentów MNI i łącznie MVNO na tle prognozy dla całego rynku



Źródło: MNI SA, Millennium DM

W swoim biznes planie spółka zakłada uzyskanie 70 tys. abonentów w 2008 roku, 150 tys. w 2009 roku, 250 tys. w 2010 oraz 500 tys. w 2012 roku. Uważamy te plany za realistyczne. Naszym zdaniem w perspektywie kilku najbliższych lat operatorzy wirtualny uzyskają w polskim rynku telefonii komórkowej udział na poziomie około 10%. Takie lub zbliżone do tego poziomu udziały uzyskali operatorzy na kilku zagranicznych rynkach (np. USA). W dłuższym okresie ich udział będzie systematycznie rósł. Przy założeniu pozyskania 500 tys. abonentów w 2012 roku przez MNI jego udział w łącznej liczbie abonentów MVNO wynosiłby jedynie 16%, co przy strategii wykorzystywania wielu marek i kanałów dystrybucji uważamy za konserwatywny poziom.

Porównanie prognoz finansowych

Spółka sporządza jedynie prognozy sprzedaży oraz EBITDA. Według dostępnych prognoz sprzedaż w latach 2007 i 2008 miałyby wynieść 180 i 225 mln PLN natomiast EBITDA odpowiednio 50 oraz 60 mln PLN. Nasze prognozy sprzedaży są nieco wyższe natomiast prognozy EBITDA niższe. Spółka formułując swoją prognozę EBITDA zakładała najprawdopodobniej, że na początku roku przejmie spółkę Petrotel wykazującą stosunkowo wysoki poziom EBITDA. Obecnie spółka zapowiada przejęcie spółki z branży medialnej, które jednak są droższe od spółek telekomunikacyjnych pod względem wskaźnika EV/EBITDA, dlatego wpływ tej akwizycji będzie niższy na poziom EBITDA, natomiast powinien wywrzeć korzystny wpływ zwłaszcza na poziom zysku operacyjnego w IV kwartale roku.

Wykonanie po pierwszym kwartale na tle prognoz spółki i Millennium DM

	Prognozy spółki			Prognozy Millennium		
	2007P	po I kw.	2008P	2007P	po I kw.	2008P
Sprzedaż	180,000	23.4%	225,000	188,298	22.4%	246,546
EBITDA	50,000	20.6%	60,000	44,009	23.4%	56,401
EBIT	b.d.	b.d.	b.d.	17,766	16.9%	30,131
Zysk netto	b.d.	b.d.	b.d.	13,984	21.7%	23,224

Źródło: MNI SA; Millennium DM

Po pierwszym kwartale spółka wykonała naszą prognozę sprzedaży w 22.4%, EBITDA w 23.4%, EBIT 16.9% oraz zysku netto w 21.7%. Biorąc pod uwagę fakt, że zdaniem spółki wysoce prawdopodobne jest przeprowadzenie akwizycji spółki medialnej w najbliższym czasie, sezonowość sprzedaży (najlepszy jest dla spółki czwarty kwartał) oraz spodziewany stopniowy rozwój usług opartych na technologii 3G, to naszym zdaniem wykonanie prognozy po I kwartale jest zadowalające.

W roku 2008 spodziewamy się istotnej poprawy wyników finansowych spółki. Będzie to wynikać z przeprowadzonych w roku bieżącym akwizycji oraz przyspieszenia rozwoju rynku usług dodanych w telefonii komórkowej opartych na technologii 3G. Obecnie rynek usług dodanych zwolnił (do około 8% rocznie), gdyż nastąpiło nasycenie usługami w oparciu o technologie GSM, GPRS itp. Natomiast jeszcze nie upowszechniły się w Polsce telefony UMTS. Sądzymy, że proces ich upowszechniania będzie w Polsce wzorem innych krajów postępował i już w roku przyszłym zaobserwujemy przyspieszenie rynku usług dodanych do ponad 20% rocznie.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
przychody netto	83.2	162.4	188.3	246.5	314.6	391.4
koszt sprzedanych towarów i produktów	73.0	133.3	151.0	191.0	245.7	306.5
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	6.2	16.8	19.5	25.3	32.0	39.4
saldo pozostałej działalności operacyjnej	30.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
EBITDA	46.1	38.8	44.0	56.4	64.0	72.2
EBIT	34.0	12.2	17.8	30.1	36.8	45.3
saldo finansowe	-1.4	-4.2	-0.5	-1.5	-0.5	0.7
zysk przed opodatkowaniem	32.7	8.0	17.3	28.7	36.4	46.1
podatek dochodowy	-1.3	0.2	3.3	5.4	6.9	8.8
zysk (strata) udziałowców mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	34.0	7.8	14.0	23.2	29.4	37.3
EPS	1.5	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4

Bilans (mln PLN)

	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
aktywa trwałe	163	180	216	213	209	207
wartości niematerialne i prawne	13	21	20	20	20	20
rzeczowe aktywa trwałe	122	126	153	149	145	143
wartość firmy jednostek podporządkowanych	21	24	34	34	34	34
długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	3	5	5	5	5	5
aktywa obrotowe	53	48	64	103	151	205
zapasy	0	0	0	0	1	1
należności	34	41	57	75	96	119
środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	18	6	6	27	54	85
krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0	0	0	0	0	0
aktywa razem	216	228	280	316	360	412
kapitał własny	90	102	182	203	227	259
kapitał akcyjny	23	23	89	89	89	89
kapitały zapasowy i z aktualizacji wyceny	33	45	53	64	83	106
zysk (strata) z lat ubiegłych	0	25	25	25	25	25
zysk netto	34	8	14	23	29	37
udziały akcjonariuszy mniejszościowych	0	6	6	6	6	6
zobowiązania długoterminowe	73	57	27	27	27	27
zobowiązania krótkoterminowe	48	58	59	73	90	109
pasywa razem	216	228	280	316	360	412
BVPS	4.0	4.5	2.0	2.2	2.5	2.9

Cash flow (mln PLN)						
	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
wynik netto	34	8	14	23	29	37
amortyzacja	12	27	26	26	27	27
zmiana kapitału obrotowego	2	-5	0	-2	-2	-3
gotówka z działalności operacyjnej	38	27	41	49	55	61
inwestycje (capex)	-16	-16	-23	-23	-23	-25
gotówka z działalności inwestycyjnej	-81	-26	-73	-23	-23	-25
wypłata dywidendy	0	0	0	-3	-5	-6
emisja akcji	0	0	66	0	0	0
zmiana zadłużenia	72	-10	-35	0	0	0
gotówka z działalności finansowej	44	-12	31	-4	-5	-5
zmiana gotówki netto	1	-11	-1	22	27	31
DPS	0.00	0.00	0.00	0.03	0.05	0.07
CEPS	2.0	1.5	0.4	0.5	0.6	0.7

Wskaźniki (%)						
	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
zmiana sprzedaży	130.5%	95.2%	16.0%	30.9%	27.6%	24.4%
zmiana EBIT	-	-64.1%	45.4%	69.6%	22.2%	23.1%
zmiana zysku netto	583.8%	-77.0%	78.6%	66.1%	26.8%	26.7%
marża EBITDA	55.5%	23.9%	23.4%	22.9%	20.3%	18.5%
marża EBIT	40.9%	7.5%	9.4%	12.2%	11.7%	11.6%
marża netto	40.9%	4.8%	7.4%	9.4%	9.4%	9.5%
sprzedaż/aktywa (x)	0.4	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
dlug / kapitał (x)	1.3	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5
odsetki / EBIT	0.03	0.03	0.20	0.06	0.05	0.04
stopa podatkowa	-4.1%	2.2%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
ROE	75.37%	8.1%	9.8%	12.1%	13.7%	15.3%
ROA	31.43%	6.9%	5.5%	7.8%	8.7%	9.7%
dlug (gotówka) netto (mln PLN)	63	65	31	9	-17	-48

p - prognoza Millennium DM,

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA Doradca Inwestycyjny +22 598 26 82 marcin.materna@millenniumdm.pl	Dyrektor banki i finanse, handel
Michał Buczyński +22 598 26 58 michal.buczynski@millenniumdm.pl	Analityk telekomunikacja, przemysł chemiczny
Radosław Łukaszczuk +22 598 26 88 radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl	Analityk przemysł drzewny i materiałów budowlanych, motoryzacja, energetyka
Łukasz Kołaczkowski +22 598 26 59 lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl	Analityk media, farmaceutyki przemysł spożywczy, elektromaszynowy
Marcin Palenik, CFA +22 598 26 71 marcin.palenik@millenniumdm.pl	Analityk paliwa i surowce, przemysł metalowy
Konrad Księżopolski +22 598 26 05 konrad.ksiezopolski@millenniumdm.pl	Asystent
Bartosz Szymański bartosz.szymanski@millenniumdm.pl +22 598 26 91	Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki +22 598 26 34 radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl	Dyrektor
Krzysztof Solus +22 598 26 66/7 krzysztof.solus@millenniumdm.pl	Dyrektor
Arkadiusz Szumilak +22 598 26 75 arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl	
Robert Wiaderny +22 598 26 79 robert.wiaderny@millenniumdm.pl	
Marek Przytuła +22 598 26 68 marek.przytula@millenniumdm.pl	

Millennium Dom Maklerski S.A.
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Eurofilms, Famur, North Coast, Action, Euromark, Kopex od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
--------	--------------	---------------------------	------------------------------------------

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2007 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	5	23%
Akumuluj	4	18%
Neutralnie	9	41%
Redukuj	3	14%
Sprzedaj	1	5%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	3	75%
Akumuluj		
Neutralnie	1	25%
Redukuj		
Sprzedaj		

*ostatnie 12 miesięcy**