MAŁE I ŚREDNIE SPÓŁKI

Hawe

Telekomunikacja | Polska

Kupuj | 4.52 zł

Rekomendacja Kupuj

- **Oczekujemy, że domknięcie infrastruktury na osi wschód-zachód pozwoli na poprawę jakości wyników**
- **Prognozujemy wzrost przepływów operacyjnych o 34% r/r do PLN 64m w 2014E**
- **Przy wskaźniku EV/CFO w wysokości 6.4x na 2014E i 5.3x na 2015E uważamy aktualną cenę spółki za atrakcyjną.**

Investors DOM INWESTYCYJNY EQUITY RESEARCH

Potencjał bliski przebudzenia

Wydawanie rekomendacji dla Hawe rozpoczynamy od zalecenia Kupuj i ceny docelowej na poziomie PLN 4.52/akcję, 53% powyżej aktualnej ceny giełdowej. Według nas kluczowym wyzwaniem stojącym przed spółką jest wykorzystanie potencjału wzrostu, zarówno masy jak i jakości zysków, związanego z zagranicznymi kontraktami typu IRU. W tym celu Hawe realizuje inwestycję spinającą jej infrastrukturę na osi wschód-zachód pomiędzy Sochaczewem a Białą Podlaską. Informacja o osiągnięciu tego istotnego kamienia milowego powinna być, naszym zdaniem, katalizatorem wzrostu wartości akcji. W naszym modelu zakładamy finalizację tej inwestycji na połowę 2014, pozwalającą na 25% udział IRU w nowych kontraktach już w tym roku. W efekcie oczekujemy, że w 2014 Hawe osiągnie PLN 107m EBITDA (+40% r/r) co przełoży się na PLN 64m przepływów operacyjnych (+43% r/r). Przy 2014E EV/CFO na poziomie 6.4x uważamy wycenę Hawe za atrakcyjną.

2013 – zyski zgodne z oczekiwaniami, lepsze przepływy pieniężne

Wyniki Hawe za rok 2013 były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Zarówno sprzedaż (PLN 175m, +62% r/r) i EBITDA (PLN 77m, +133% r/r) odchyliły się od naszych prognoz o mniej niż 1%. Również zysk netto na poziomie PLN 52m (+207% r/r) był minimalnie niższy od naszych szacunków (PLN 54m). Co istotne, spółka pozytywnie nas zaskoczyła gotówkowym charakterem swoich zysków. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły PLN 45m (+60% r/r), ponad dwukrotnie więcej niż oczekiwaliśmy. Podkreślamy jednak, że zaskoczenie to wynikało w całości ze zdarzeń o charakterze jednorazowym – sprzedaży ciemnego włókna do Vectry (PLN 15m) i ATM (PLN 4m).

Znaczacy potencjał związany z projektami typu IRU

Wyłączając wspomniane powyżej transakcje jednorazowe otrzymujemy przepływy pieniężne z działalności operacyjnej na poziomie PLN 26m, t.j. 1/3 memoriałowego zysku EBITDA. Naszym zdaniem jakość wyników spółki może ulec znaczącej poprawie w momencie podpisania istotnych kontaktów zagranicznych opartych na przedpłaconym modelu IRU (ang. indefeasible rights of use), w którym około 80% księgowanych przychodów ma charakter gotówkowy. Na początku maja Hawe poinformowało o oddaniu do użytkowania odcinka pomiędzy Sochaczewem a Warszawą. Na przestrzeni najbliższych tygodni oczekujemy ukończenia odcinka infrastruktury łączącego Warszawę z Białą Podlaską. W efekcie zakładamy wzrost udziału gotówkowych kontraktów IRU w nowych umowach do 25% w 2014E, 30% w 2015E i 45% w 2016E i 50% w kolejnych latach. W rezultacie oczekujemy poprawy wskaźnika OCF/EBITDA do 66% w 2015E.

Rekomendacja Kupuj, cena docelowa PLN 4.52/akcję

Ze względu na memoriałowy charakter rachunku wyników Hawe uważamy, że wycenę spółki najlepiej odzwierciedlają wskaźniki oparte na przepływach pieniężnych. Przy wskaźniku EV/CFO w wysokości 6,4x na 2014E i 5,3x na 2015E uważamy aktualną cenę spółki za atrakcyjną. Naszą wycenę Hawe w wysokości PLN 4.52/akcję opieramy na długoterminowym modelu DCF zakładającym kontynuację gotówkowej jakości wyników spółki. W świetle 53% potencjału wzrostu rozpoczynamy analizy Hawe z rekomendacją Kupuj.

Hawe: Prognozy finansowe i wskaźniki wyceny*

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Przychody (PLN m)	107.9	175.0	276.0	269.9	202.3
EBITDA (PLN m)	33.0	76.9	107.3	99.3	90.5
Zysk netto (PLN m)	16.9	51.1	80.1	76.8	71.2
FFO (PLN m)	-28.3	4.8	28.0	44.8	64.0
P/E (x)	18.7	6.2	3.9	4.1	4.4
EV/EBITDA (x)	14.3	6.0	3.8	3.5	3.5
EV/CFO	16.8	10.3	6.4	5.3	8.3

**Prognozy nie zawierają Mediatela oraz przychodów ORSS przynależnych pozostałym partnerom projektu*

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

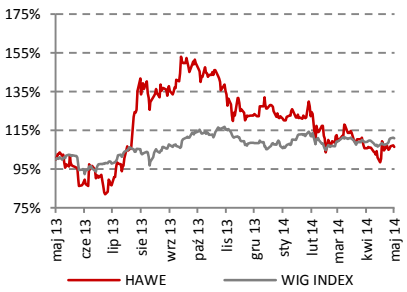
Podstawowe informacje	27.05.2014
Cena akcji (zł)	2.95
Min (52W)	2.27
Max (52W)	4.24
Liczba akcji (PLN m)	107.2
Kapitalizacja (PLN m zł)	316.3
Dług netto (PLN m zł)	145.4
EV (PLN m zł)	479.2

Akcjonariat	%
Trinitybay Investments Ltd.	26.13
Marek Falenta	7.72
Generali OFE	4.74
HAWE S.A.	3.74
Pozostali	57.67

Opis spółki

Grupa Kapitałowa HAWE S.A. świadczy kompleksowe usługi na bazie własnej infrastruktury telekomunikacyjnej. Poprzez realizację strategii „operatora dla operatorów" zapewnia profesjonalne zaplecze techniczne dla pozostałych przedsiębiorstw z branży telekomunikacyjnej. Hawe oferuje swoim klientom pakiet usług w dwóch obszarach: telekomunikacyjnym (dzierżawienie sieci światłowodowych, transfer danych), oraz konstrukcyjnym (projektowanie, budowa, serwis).

Hawe vs. WIG relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg

Łukasz Wachełko
Dyrektor Działu Analiz
(+48) 22 378 9197
Lukasz.Wachelko@investors.pl

Wszystkie ceny aktualizowane są na koniec sesji giełdowej z dnia 27.05.2014 chyba, że jest to inaczej określone. Ceny pochodzą z lokalnych giełd za pośrednictwem serwisów Reutera, Bloomberga oraz innych dostawców. Źródłem danych jest Dom Inwestycyjny Investors oraz opisywane firmy. DI Investors współpracuje oraz stara się prowadzić swoją działalność ze spółkami uwzględnionymi w jego raportach z badań. Dlatego też inwestorzy powinni mieć świadomość, że w firmie może zachodzić konflikt interesów, co mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszego raportu. Inwestorzy powinni brać ten raport pod uwagę jedynie jako jeden z czynników przy podejmowaniu swoich decyzji inwestycyjnych.

Hawe

Wskaźniki wyceny	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
P/E (x)	8.3	6.3	18.7	6.2	3.9	4.1	4.4
EV/EBITDA (x)	8.5	6.6	14.3	6.0	3.8	3.5	3.5
EV/CFO (x)	n/m	92.7	16.8	10.3	6.4	5.3	8.3
EV/Sprzedaż (x)	4.0	3.4	4.4	2.6	1.5	1.3	1.6
P/BV (x)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Rachunek zysków i strat (mln zł)	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014P**	**2015P**	**2016P**
Przychody	**101.1**	**130.6**	**107.9**	**175.0**	**276.0**	**269.9**	**202.3**
EBITDA	**47.0**	**67.7**	**33.0**	**76.9**	**107.3**	**99.3**	**90.5**
Amortyzacja	3.9	8.5	8.8	15.8	10.1	10.5	10.9
EBIT	**43.1**	**59.2**	**24.1**	**61.1**	**97.3**	**88.8**	**79.6**
Koszty finansowe netto	3.0	0.5	-2.0	1.8	1.6	6.1	8.3
Zysk przed opodatkowaniem	**46.1**	**59.7**	**22.2**	**62.9**	**98.9**	**94.9**	**87.9**
Podatek dochodowy	-8.9	-10.1	-5.3	-11.8	-18.8	-18.0	-16.7
Zysk netto	**37.2**	**49.6**	**16.9**	**51.1**	**80.1**	**76.8**	**71.2**
Dynamiki wzrostu	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014P**	**2015P**	**2016P**
Wzrost przychodów	95%	29%	-17%	62%	58%	-2%	-25%
Wzrost EBITDA	498%	44%	-51%	133%	40%	-8%	-9%
Wzrost zysku netto	505%	33%	-66%	202%	57%	-4%	-7%
Marże	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014P**	**2015P**	**2016P**
Marża EBITDA	47%	52%	31%	44%	39%	37%	45%
Marża EBIT	43%	45%	22%	35%	35%	33%	39%
Marża zysku netto	37%	38%	16%	29%	29%	28%	35%
Bilans (mln zł)	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014P**	**2015P**	**2016P**
Aktywa trwałe	**260.3**	**327.1**	**475.3**	**529.8**	**571.8**	**602.1**	**646.1**
Infrastruktura teletechniczna	111.6	129.2	239.2	295.8	275.0	247.7	239.6
Należności	98.0	155.6	195.0	188.0	250.9	308.4	360.5
Pozostałe	50.7	42.4	41.1	46.0	46.0	46.0	46.0
Aktywa obrotowe	**123.8**	**162.9**	**69.9**	**79.3**	**103.1**	**116.8**	**105.2**
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8.8	27.6	14.1	25.6	49.4	63.1	51.5
Pozostałe	115.0	135.3	55.8	53.7	53.7	53.7	53.7
Aktywa razem	**384.1**	**490.1**	**545.1**	**609.1**	**674.9**	**718.9**	**751.3**
Kapitały własne	**245.7**	**283.1**	**304.2**	**352.9**	**433.0**	**509.8**	**542.6**
Zobowiązania długoterminowe	**31.1**	**148.7**	**35.3**	**178.6**	**195.0**	**162.1**	**161.7**
Zobowiązania finansowe	10.7	126.3	6.5	137.7	138.1	91.2	90.8
Pozostałe	20.3	22.3	28.9	40.9	56.9	70.9	70.9
Zobowiązania krótkoterminowe	**107.3**	**58.3**	**205.6**	**77.6**	**47.0**	**47.0**	**47.0**
Zobowiązania finansowe	82.6	31.4	162.4	33.3	2.7	2.7	2.7
Pozostałe	24.7	26.9	43.2	44.3	44.3	44.3	44.3
Zobowiązania i kapitały własne	**384.1**	**490.1**	**545.1**	**609.1**	**674.9**	**718.9**	**751.3**
Dług netto	84.5	130.1	154.8	145.4	91.4	30.8	42.1
Przepływy pieniężne (mln zł)	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014P**	**2015P**	**2016P**
Przepływy z działalności operacyjnej	**-28.3**	**4.8**	**28.0**	**44.8**	**64.0**	**65.6**	**38.0**
Zysk netto	37.2	49.6	16.9	51.1	80.1	76.8	71.2
Amortyzacja	3.9	8.5	8.8	15.8	10.1	10.5	10.9
Zmiany w kapitale pracującym:	-78.6	-81.5	-27.3	7.2	-62.9	-57.5	-52.1
Należności nowe kontrakty	-66.3	-92.7	-53.9	-78.8	-80.9	-80.9	-80.9
Amortyzacja należności - stare kontr.	0.9	2.1	5.4	10.1	12.8	12.8	12.8
Inne	-13.2	9.1	21.2	76.0	5.3	10.6	16.0
Koszt infrastruktury sprzedanej	0.0	3.9	16.1	18.9	20.8	21.8	8.1
Pozostałe, netto	9.2	24.4	13.4	-48.4	15.9	14.0	0.0
Przepływy z działalności inwest.	**-5.5**	**-24.1**	**-43.0**	**-26.2**	**-10.0**	**-5.0**	**-10.9**
Przepływy z działalności finansowej	**37.7**	**38.0**	**1.5**	**-7.2**	**-30.2**	**-46.9**	**-38.8**
Zmiany w środkach pieniężnych	3.8	18.8	-13.5	11.5	23.8	13.7	-11.6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	**8.8**	**27.6**	**14.1**	**25.6**	**49.4**	**63.1**	**51.5**
Dźwignia i stopy zwrotu	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014P**	**2015P**	**2016P**
Dług netto/EBITDA (x)	1.8	1.9	4.7	1.9	0.9	0.3	0.5
Dług netto/CFO (x)	-3.0	27.0	5.5	3.2	1.4	0.5	1.1
Dług netto/aktywa	22%	27%	28%	24%	14%	4%	6%
Dług netto/kapitały własne	34%	46%	51%	41%	21%	6%	8%
EBITDA/koszty odsetkowe (x)	87.4	9.9	2.8	7.2	9.9	11.8	14.6
CFO/koszty odsetkowe (x)	n/m	0.7	2.4	4.2	5.9	7.8	6.1
ROA	10.9%	11.4%	3.3%	8.9%	12.5%	11.0%	9.7%

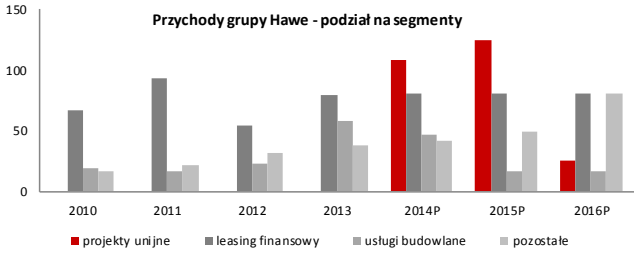
**Prognozy nie zawierają Mediatela i przychodów ORSS przynależnych pozostałym partnerom projektu*

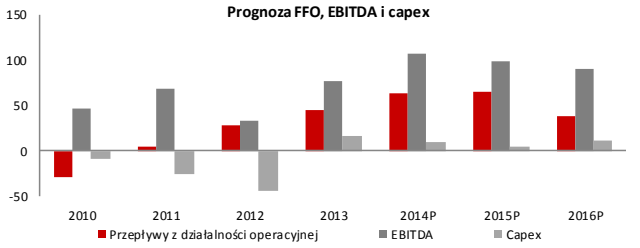
Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

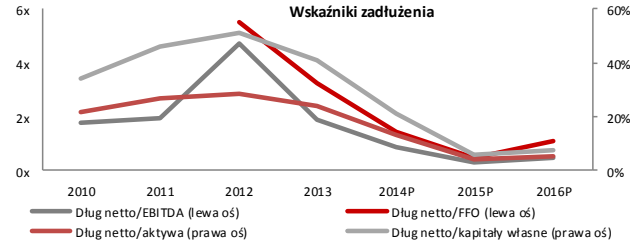
Dane spółki	
Cena akcji (zł) 2014-05-20	2.95
Min (52W, zł)	2.27
Max (52W, zł)	4.24
Kapitalizacja (mln zł)	316.3
EV (mln zł)	479.2

Dane spółki	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Liczba akcji (mln)	105.2	106.4	107.2	107.2	107.2	107.2	107.2
Zysk na akcję (zł)	0.35	0.47	0.16	0.48	0.75	0.72	0.66
Wartośc księgowa na akcję (zł)	2.34	2.66	2.84	3.29	4.04	4.75	5.06
Dywidenda na akcję (zł)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

Główne założenia	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody (mln zł)	**101.1**	**130.6**	**107.9**	**175.0**	**276.0**	**269.9**	**202.3**
Zmiana r/r	*95%*	*29%*	*-17%*	*62%*	*58%*	*-2%*	*-25%*
leasing finansowy	66.3	92.7	53.9	78.8	80.9	80.9	80.9
Zmiana r/r	*176%*	*40%*	*-42%*	*46%*	*3%*	*0%*	*0%*
usługi budowlane	18.4	16.1	22.8	58.0	46.1	16.1	16.1
Zmiana r/r	*66%*	*-13%*	*42%*	*155%*	*-21%*	*-65%*	*0%*
projekty unijne	0.0	0.0	0.0	0.0	107.9	124.1	25.0
Zmiana r/r	*n/d*	*n/d*	*n/d*	*n/d*	*n/d*	*15%*	*-80%*
pozostałe	16.4	21.8	31.3	38.1	41.1	48.8	80.3
Zmiana r/r	*-2%*	*33%*	*43%*	*22%*	*8%*	*19%*	*65%*







Analiza DuPont	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Marża zysku netto	36.8%	38.0%	15.7%	29.2%	29.0%	28.5%	35.2%
Wskaźnik rotacji majątku	0.30	0.30	0.21	0.30	0.43	0.39	0.28
Dźwignia finansowa	1.50	1.65	1.76	1.76	1.63	1.48	1.40
ROE	16.4%	18.8%	5.8%	15.6%	20.4%	16.3%	13.5%

Hawe: Aktualizacja prognoz

2013 – Przychody i EBITDA zgodne z oczekiwaniami. Cash flow powyżej prognoz

- Przychody PLN 175m, +62% r/r zgodne z szacunkami DII
- EBITDA PLN 76.9m, +133% r/r zgodne z szacunkami DII
- Przepływy z działalności operacyjnej PLN 44.8m, +60% r/r i 132% powyżej szacunków DII
- Sprzedaż ciemnego włókna do Vectry i ATM przyniosło PLN 19m gotówki w grudniu

Wyniki Hawe za rok 2013 były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Zarówno sprzedaż (PLN 175m, +62% r/r) i EBITDA (PLN 77m, +133% r/r) odchyliły się od naszych prognoz o mniej niż 1%. Również zysk netto na poziomie PLN 52m (+207% r/r) był minimalnie niższy od naszych szacunków (PLN 54m). Co istotne, Hawe zrealizowało nasze prognozy pomimo opóźnień w realizacji i księgowaniu kontraktów unijnych, które przesunęły się na lata 2014-2015.

Poza rachunkiem wyników spółka pozytywnie nas zaskoczyła gotówkowym charakterem swoich zysków. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły PLN 45m (+60% r/r), ponad dwukrotnie więcej niż oczekiwaliśmy. Podkreślamy jednak, ze zaskoczenie to wynikało w całości ze zdarzeń o charakterze jednorazowym – sprzedaży ciemnego włókna do Vectry (PLN 15m) i ATM (PLN 4m).

Tabela 1. Hawe: Wyniki finansowe 2013 roku vs. nasze oczekiwania

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2013A	2013E DII	Zm.	2012	YoY
Przychody	175.0	174.6	0%	107.9	62%
EBITDA	76.9	77.2	0%	33.0	133%
EBIT	61.1	67.9	-10%	24.1	153%
Zysk netto	51.9	54.3	-4%	16.9	207%
CFO	44.8	19.3	132%	28.0	60%
Dług netto	146.1	155.5	-6%	149.3	-2%
CFO/EBITDA	0.58	0.25		0.85	

Źródło: Dane spółki, Szacunki DI Investors

Podwyższamy nasze prognozy OCF o 31%-75% w 2014-2016E

W świetle późniejszego niż oczekiwaliśmy księgowania kontraktów unijnych, obserwowanej poprawy jakości wyników oraz potencjału realizacji kontraktów w oparciu o schemat IRU podwyższyliśmy nasze prognozy finansowe dla spółki. Nasze prognozy przychodów podnieśliśmy o 17% do PLN 276m w 2014E, 46% do PLN 270m i 18% do PLN 203m w 2016E. W efekcie zwiększamy również nasze szacunki EBITDA o 20% do PLN 107m w 2014E, 35% do PLN 99m i 25% do PLN 90m w 2016E.

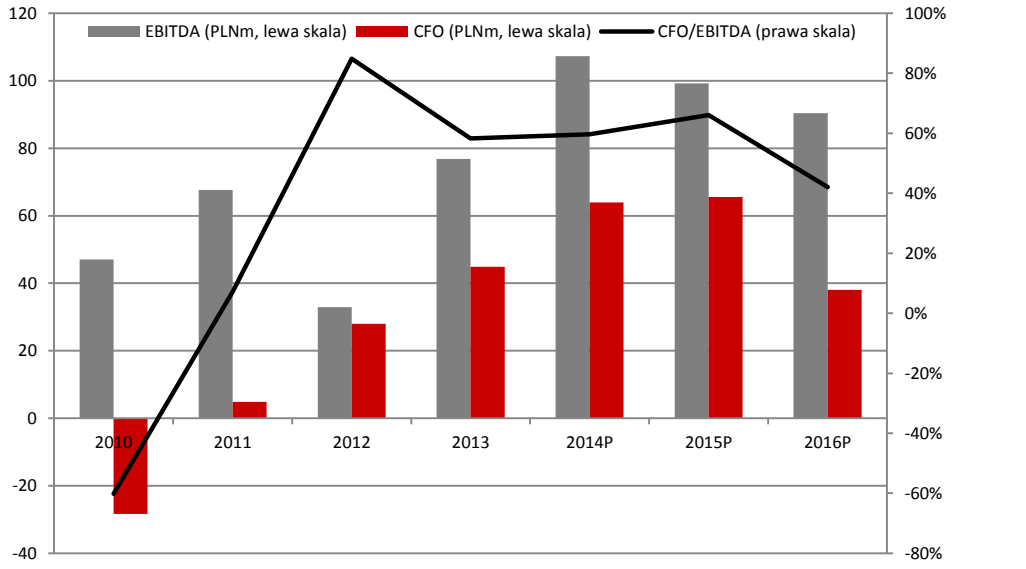
Co najważniejsze, w naszym modelu założyliśmy, że spółka znacząco zwiększy udział IRU w nowo-podpisywanych kontraktach. Oczekując udziału IRU (oraz innego typu kontaktów o krótkim okresie płatności) rosnącego z 22% w 2013 do 25% w 2014E, 30% w 2015E, 45% w 2016E i w kolejnych latach szacujemy, że stosunek przepływów gotówkowych do wyniku EBITDA poprawi się z 58% w 2013 do 60% w 2014E, i 66% w 2015E. W efekcie podwyższamy nasze prognozy przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej o 63% do PLN 64m w 2014E, 106% do PLN 66m w 2015E i 109% do PLN 38m w 2016E.

Tabela 2. Struktura wartościowa nowych kontraktów

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
Leasing	78%	75%	70%	55%	55%
IRU*	22%	25%	30%	45%	45%

** IRU oraz inne kontrakty o krótkim terminie płatności, Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*

Wykres 1. Hawe: Prognozy EBITDA vs. przepływy operacyjne (CFO)



Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

Tabela 3. Hawe: Aktualizacja prognoz finansowych

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2013			2014E			2015E			2016E		
	Faktyczne	DII	Zm. (%)	Nowe	Stare	Zm. (%)	Nowe	Stare	Zm. (%)	Nowe	Stare	Zm. (%)
Przychody	175.0	174.6	0%	276.0	236.7	17%	269.9	185.2	46%	202.3	171.9	18%
EBITDA	76.9	77.2	0%	107.3	89.2	20%	99.3	73.7	35%	90.5	72.3	25%
Zysk operacyjny	61.1	67.9	-10%	97.3	79.1	23%	88.8	63.2	40%	79.6	61.5	30%
Zysk netto	51.1	54.3	-6%	80.1	65.6	22%	76.8	56.4	36%	71.2	56.8	25%
EPS	0.48	0.51	-6%	0.75	0.61	22%	0.72	0.53	36%	0.66	0.53	25%
CFO	**44.8**	**19.3**	**132%**	**64.0**	**39.4**	**63%**	**65.6**	**31.8**	**106%**	**38.0**	**18.2**	**109%**
Marża EBITDA	44%	44%	0%	39%	38%	1%	37%	40%	-3%	45%	42%	3%
Marża operacyjna	35%	39%	-4%	35%	33%	2%	33%	34%	-1%	39%	36%	4%
Marża netto	29%	31%	-2%	29%	28%	1%	28%	30%	-2%	35%	33%	2%
CFO/przychody	26%	11%	15%	23%	17%	7%	24%	17%	7%	19%	11%	8%
CFO/EBITDA	**58%**	**25%**	**33%**	**60%**	**44%**	**15%**	**66%**	**43%**	**23%**	**42%**	**25%**	**17%**

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

Tabela 4. Hawe: Prognozy przychodów

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Przychody, w tym	**51.8**	**101.1**	**130.6**	**107.9**	**175.0**	**276.0**	**269.9**	**202.3**
Leasing finansowy	24.0	66.3	92.7	53.9	78.8	80.9	80.9	80.9
Usługi budowlane, w tym	11.1	18.4	16.1	22.8	58.0	46.1	16.1	16.1
Sprzedaż 3-ciej rury	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0	30.0	11.8	0.0
Projekty unijne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	107.9	124.1	25.0
Pozostałe	16.7	16.4	21.8	31.3	38.1	41.1	48.8	80.3

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

Hawe: Wycena PLN 4.52/akcję

Ze względu na memoriałowy charakter zysków Hawe uznajemy klasyczne wskaźniki wyceny (P/E, EV/EBITDA) za nieadekwatne. W związku z tym uważamy, że wycenę spółki należy oprzeć na długoterminowym modelu DCF. W oparciu o nasz model DCF ustalamy 12-miesięczną cenę docelową dla Hawe na poziomie PLN 4,52/akcję. W świetle 53% potencjału wzrostu rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Hawe z zaleceniem Kupuj.

DCF

Nasz model DCF oparliśmy na następujących założeniach:

- WACC w wysokości 11.2%.
- 103.5 milionów akcji poza 3.7m akcji własnych będących w posiadaniu spółki.
- Wzrost po okresie prognozy na poziomie 1.1%.

Tabela 5. Hawe: Wycena DCF

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Przychody	**175.0**	**276.0**	**269.9**	**202.3**	**202.3**	**190.1**	**207.4**	**207.4**	**182.4**	**182.9**
EBITDA	76.9	107.3	99.3	90.5	87.3	77.8	77.3	74.4	65.4	62.7
EBIT	61.1	97.3	88.8	79.6	75.9	65.9	64.7	61.3	51.7	48.4
Przychody z rat leasingowych	12.4	12.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
Skorygowany EBIT	73.5	109.7	103.3	94.1	90.3	80.3	79.2	75.8	66.2	62.9
Podatek dochodowy	14.0	20.8	19.6	17.9	17.2	15.3	15.0	14.4	12.6	11.9
NOPAT	**75.1**	**118.1**	**108.4**	**97.5**	**93.1**	**81.1**	**79.8**	**75.7**	**64.3**	**60.4**
Amortyzacja	15.8	10.1	10.5	10.9	11.4	12.0	12.6	13.1	13.7	14.3
Zmiany kapitału obrotowego	-7.2	62.9	57.5	52.1	46.7	41.3	33.2	27.8	22.4	17.0
Nakłady inwestycyjne	46.7	-26.7	-30.8	2.8	3.3	3.9	4.5	5.0	5.6	11.2
Inwestycje netto	23.7	26.1	16.3	44.0	38.6	33.2	25.1	19.7	14.3	13.9
FCF	**51.4**	**92.0**	**92.2**	**53.5**	**54.5**	**47.9**	**54.6**	**56.0**	**50.0**	**46.4**
ROIC (%)	10%	14%	12%	10%	9%	8%	8%	7%	6%	6%
Czynnik dyskontujący (%)	100%	90%	81%	73%	65%	59%	53%	48%	43%	38%
PV FCF 2014-2017		354.7								
Wzrost po okresie prognozy		1.1%								
Wartość po okresie progn.		186.6								
Wartość przedsiębiorstwa (EV)		**541.3**								
Dług netto		141.1								
Wartość kapitału własnego		400.2								
Liczba akcji (m)		103.1								
Wartość na akcję na 01.01.2014 (PLN)		3.88								
Miesiąc		5								
Aktualna wartość na akcję (PLN)		4.06								
Cena docelowa (PLN)		**4.52**								
Wzrost przychodów	62%	58%	-2%	-25%	0%	-6%	9%	0%	-12%	0%
Wzrost EBIT	153%	59%	-9%	-10%	-5%	-13%	-2%	-5%	-16%	-6%
Wzrost NOPAT	146%	57%	-8%	-10%	-5%	-13%	-2%	-5%	-15%	-6%
Wzrost FCF	-1950%	79%	0%	-42%	2%	-12%	14%	2%	-11%	-7%
Marża EBITDA	44%	39%	37%	45%	43%	41%	37%	36%	36%	34%
Marża EBIT	35%	35%	33%	39%	38%	35%	31%	30%	28%	26%
Marza NOPAT	43%	43%	40%	48%	46%	43%	38%	37%	35%	33%
Capex/przychody	27%	-10%	-11%	1%	2%	2%	2%	2%	3%	6%

Źródło: Dane spółki, szacunki Di Investors

Nasza wycena DCF jest mocno uzależniona od jakości wyników spółki oraz percepcji ryzyka inwestycyjnego z nią związanego. W scenariuszu pozytywnym oczekiwalibyśmy udziału IRU w nowych kontaktach podpisanych w 2014 na poziomie 30%. Z jednej strony poprawiłoby to

gotówkową jakość zysków. Z drugiej zmniejszyło poziom ryzyka inwestycyjnego (WACC na poziomie 10.2%). W efekcie w scenariuszu optymistycznym nasza wycena sięga PLN 5.76/akcję. W scenariuszu pesymistycznym zakładając 20% udział IRU i aplikując wyższy koszt ryzyka (WACC na poziomie 12.2%) uzyskujemy wycenę Hawe w wysokości PLN 3.55/akcję.

Tabela 6. Hawe: Analiza wrażliwości wyceny DCF (PLN)

		Udział IRU w przychodach 2014E						
		10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
WACC	9.2%	3.81	4.34	4.94	5.64	6.45	7.42	8.59
	10.2%	3.35	3.83	4.38	5.02	**5.76**	6.65	7.72
	11.2%	2.98	3.42	3.93	**4.52**	5.21	6.03	7.02
	12.2%	2.67	3.08	**3.55**	4.10	4.74	5.51	6.43
	13.2%	2.41	2.79	3.24	3.75	4.35	5.07	5.94

Źródło: Szacunki DI Investors

Wycena wskaźnikowa

Ze względu na wciąż memoriałowy charakter wyników Hawe uważamy klasyczne wskaźniki wyceny oparte o zyski za mało miarodajne. Naszym zdaniem najlepsza miarą wyceny spółki jest wskaźnik EV/CFO. Przy EV/CFO na poziomie 6.4x na 2014E i 5.3x na 2015E Hawe wypada blisko Orange Polska, ale jest znacząco tańsze od Netii.

Tabela 7. Hawe: Wskaźniki wyceny

		P/E (x)				EV/EBITDA (x)				EV/CFO			
	Cena	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
Hawe	**2.95**	**6.2**	**3.9**	**4.1**	**4.4**	**6.0**	**3.8**	**3.5**	**3.5**	**10.3**	**6.4**	**5.3**	**8.3**
Orange Polska	10.3	46.0	36.5	37.7	25.1	4.1	4.6	4.7	4.7	5.4	5.7	5.7	5.7
Netia	5.6	41.9	41.3	30.1	21.8	4.2	4.2	4.4	4.6	9.2	9.5	11.1	10.8
Średnia		**43.9**	**38.9**	**33.9**	**23.4**	**4.2**	**4.4**	**4.5**	**4.6**	**7.3**	**7.6**	**8.4**	**8.3**
Premia/dyskonto		***-86%***	***-90%***	***-88%***	***-81%***	***44%***	***-13%***	***-23%***	***-24%***	***41%***	***-16%***	***-37%***	***1%***

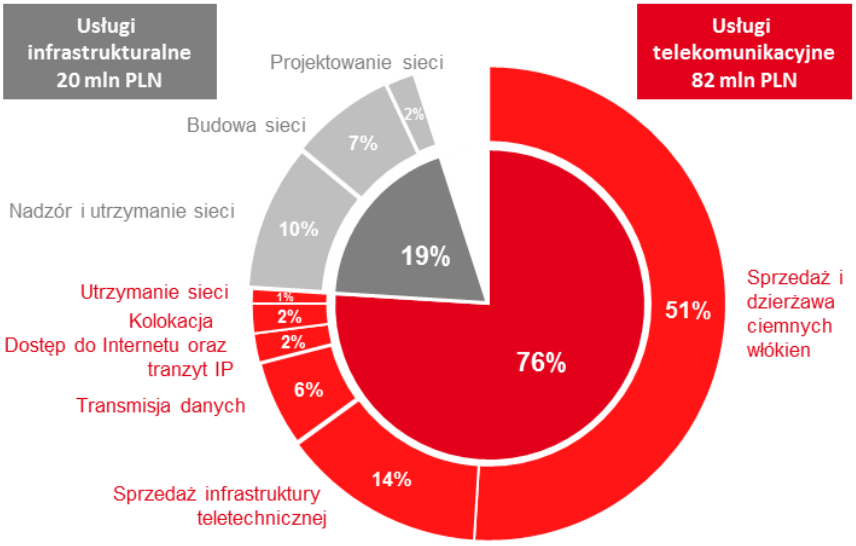
Źródło: Bloomberg, szacunki DI Investors

Hawe: Opis spółki

HAWE świadczy kompleksowe **usługi na bazie posiadanej infrastruktury telekomunikacyjnej**. Poprzez realizację strategii „operatora dla operatorów" zapewnia profesjonalne zaplecze techniczne dla pozostałych przedsiębiorstw z branży telekomunikacyjnej. Pakiet usług oferowanych klientom HAWE obejmuje cztery obszary:

- **Telekomunikacyjny (HAWE Telekom sp. z o.o.)**
  - Dzierżawienie sieci światłowodowych (tzw. ciemne włókno)
  - Transfer danych
  - Kolokacja
  - Dostęp do Internetu wraz z transferem pakietów IP
- **Konstrukcyjny (HAWE Budownictwo sp. z o.o.)**
  - Projektowanie
  - Budowa
  - Serwis sieci telekomunikacyjnych
- **DBO (Otwarte Regionalne Sieci Szerokopasmowe sp. z o.o.)**
  - Budowa sieci pod klucz
  - Zapewnienie integracji i operowania siecią
  - Możliwość dalszego rozwoju sieci poprzez wykorzystanie wzajemnych synergii
  - Zaangażowanie w projekty unijne
- **Mediatel**
  - Hurtowy operator telekomunikacyjny (Kolokacja i terminowanie sygnału dla klientów biznesowych)
  - Systemy telekomunikacyjne dla klientów detalicznych

Wykres 2. Hawe: Struktura przychodów ze sprzedaży, 2012 (PLN m, %)



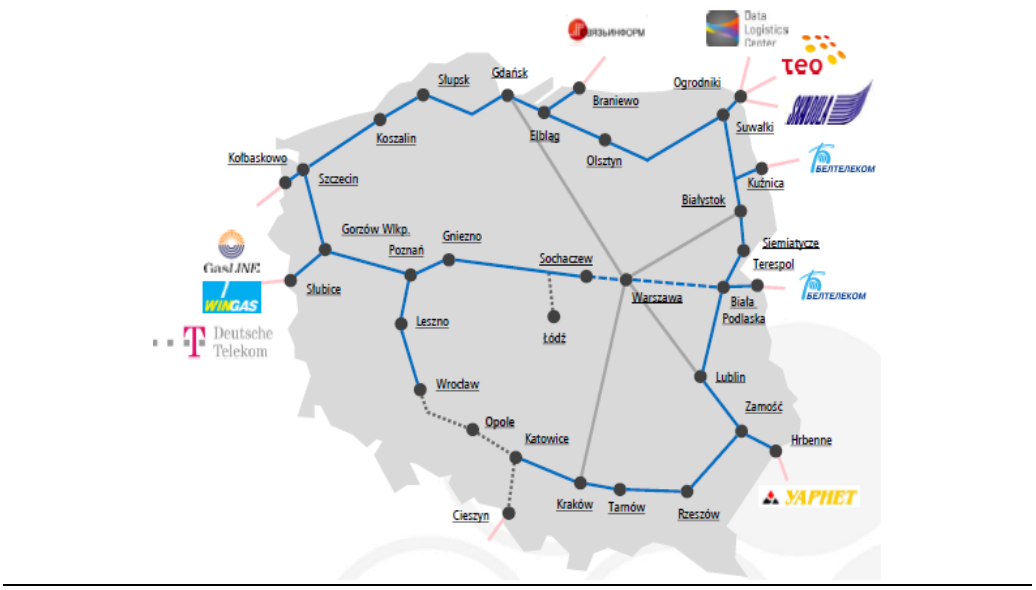
Źródło: Dane spółki

Hawe: Telekomunikacja

Sieć o możliwościach przyjęcia wielu klientów

Spółka od 2006 roku rozbudowuje sieć światłowodową, która osiągnęła już **ponad 3.500 km** (planowo 3.900 km w 2014 roku) i łączy największe miasta Polski oraz 7 punktów transgranicznych. Sieć zaprojektowana jest również z myślą o jej dalszym udostępnianiu. Każde połączenie składa się z trzech rurociągów, z czego dwa wypełnione są ciemnymi włóknami umożliwiającymi przesył danych (jeden w pełni, drugi tylko w części zachodniej), a trzeci został zbudowany na sprzedaż.

Hawe: Sieć światłowodowa



Źródło: Dane spółki

HAWE obsługuje światłowody dzierżawione operatorom telefonii komórkowej (Plus, T-mobile, aero[2]), telewizjom kablowym (UPC, Multimedia, Vectra), operatorom alternatywnym (Netia, TK Telekom, GTS, ATM) i międzynarodowym (RetinNet, Cogent, Bite), zapewniając usunięcie usterki w czasie 8h (średnio 5,5h). Sieć szerokopasmowa pozwala na przesył danych z prędkością 100 Gbs, co **w pełni zaspokaja popyt na przepustowość**. Co więcej, rurociągi przygotowane są na znaczne zwiększenie przepustowości (według szacunków spółki nawet do 46.080 strumieni) przy niskich nakładach inwestycyjnych. Spółka wynajmuje również przestrzeń w swoich **60 klimatyzowanych stacjach kolokacyjnych**, zapewniając klientom serwis połączenia ze specjalistami gotowymi 24/7/365. Ponadto HAWE oferuje **dostęp do szerokopasmowego łącza internetowego** innym operatorom.

Międzynarodowy gracz na rynku transferu danych

Sieć HAWE jest zintegrowana z europejską siatką światłowodów, co pozwala jej świadczyć usługi transferu danych na rynku krajowym i międzynarodowym łącząc wschód z zachodem i oferując **alternatywę** dla połączenia wiodącego przez kraje skandynawskie. Do głównych klientów korzystających z tej usługi zalicza się Toya, Emitel, Level3, Beltelecom, DLC. Spółka połączyła swoją sieć z Niemcami (GasLine, WinGas, Deutsche Telekom, EWE), Rosją (Sform), Litwą (DLC, Teo, Skaidula) i Białorusią (Beltelecom). W trakcie budowy jest również połączenie z Czechami.

Hawe: Działalność konstrukcyjna

Poza działalnością telekomunikacyjną, spółka realizuje również wiele projektów konstrukcyjnych infrastruktury telekomunikacyjnej.

Hawe: Portfolio usług konstrukcyjnych

Usługi konstrukcyjne

Klienci	Operatorzy telekomunikacyjni	Instytucje Samorządowe	Dobra użyteczności publicznej	Usługi specjalistyczne
Usługi	• Linie światłowodowe i miedziane (nad- i podziemne) • Systemy rurociągów i złączy modułowych • Sieci szerokopasmowe • Podłączenia i instalacje wewnętrzne • Pomiary teletechniczne	• Projektowanie i wdrażanie usług „backhaul", czyli podłączenia sieci lokalnych do sieci światłowodowej • Sieci szerokopasmowe • Miejskie Sieci Komputerowe	• Linie średniego i niskiego napięcia (nad- i podziemne) • Oświetlenie miejskie • Instalacje odgromowe	• Przewierty sterowane

Usługi projektowe

Studia wykonalności, opłacalności i techniczne	Projekty budowlane	Nadzór architektoniczny	Nadzór inwestycji
Cyfryzacja infrastruktury inwestycyjnej	Koncepcje budów	Projekty wykonawcze	Opracowanie dokumentacji technicznej, prawnej i finansowej

Źródło: Dane spółki

W ramach usług serwisowych spółka zapewnia swoim klientom **naprawy, serwisowanie i zarządzanie sieciami światłowodowymi**, **miedzianymi, radiowymi i energetycznymi**. Wspomaganie zarządzania sieciami uwzględnia również przygotowywanie odpowiedniej dokumentacji, a także szerokie analizy funkcjonowania sieci telekomunikacyjnych.

Największym realizowanym na chwilę obecną przez spółkę projektem jest **kooperacja z firmą Dialog (Grupa Netia) na serwisowanie całości ich sieci** składającej się z 250.000 punktów CPE (ang. *Consumer-premises equipment*). Kontrakt opiewa na **PLN 30m** i realizowany jest w latach 2011 – 2014. W ramach współpracy HAWE utrzymuje **czas reakcji na usterkę poniżej 1h**.

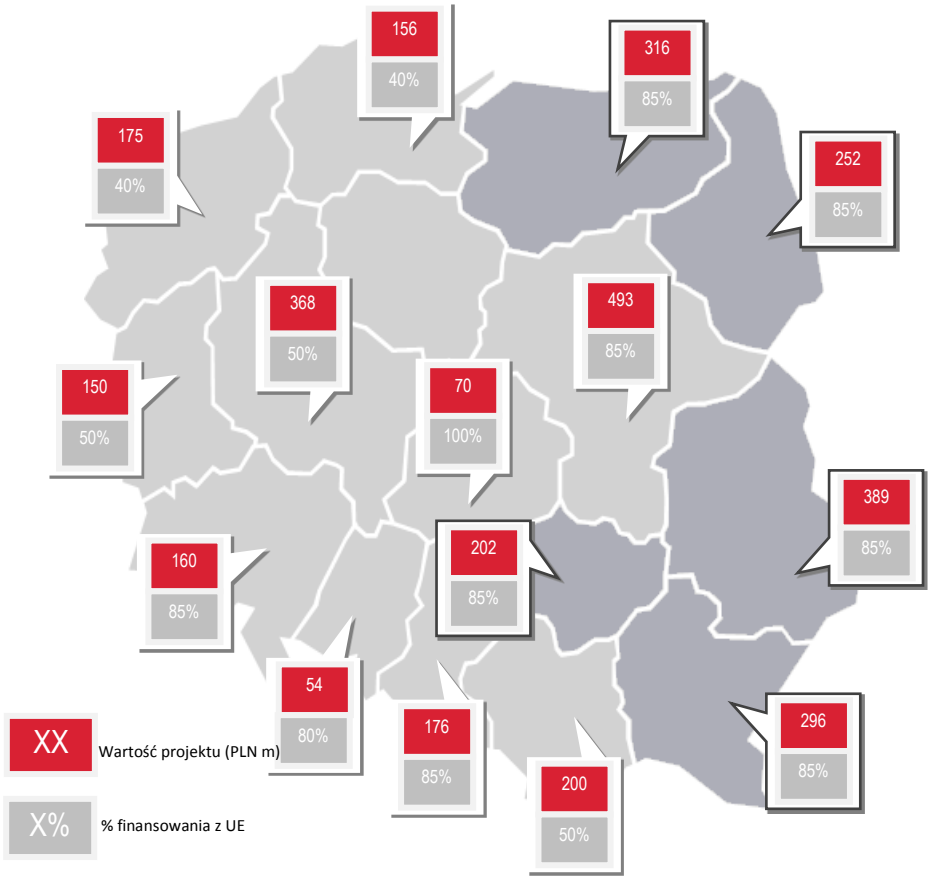
Sojusze strategiczne

Ze względu na specjalizację w wąskim segmencie rynku telekomunikacyjnego, aby przystąpić do dużych przetargów publicznych spółka zawiera sojusze strategiczne. Obecnie HAWE współpracuje z **Alcatel-Lucent i Grupą Orange** przy realizacji projektu „**Sieć Szerokopasmowa Polski Wschodniej**" wartego PLN 1.4bn oraz z Alcatel-Lucent przy projekcie „**Internet dla Mazowsza**" wartego PLN 493m. Hawe posiada również kontrakt z Huawei na budowę sieci dostępowej o wartości EUR 500m.

Projekty unijne: Główne źródło gotówki do 2015

Europejska Agenda Cyfrowa określa cele rozwoju infrastruktury telekomunikacyjnej na obszarze EU i zakłada, że do 2020 roku 100% obywateli powinno mieć dostęp do prędkości co najmniej 30 Mb/s, a 50% gospodarstw domowych do 100 Mb/s. Aby spełnić ten cel, na obszarze Polski ma powstać 27,6 tys. km sieci światłowodowych o łącznej wartości PLN 3.4bn, z czego niemal 85% finansowane przez Unię Europejską.

Hawe: Mapa projektów budowy sieci światłowodowej współfinansowanych przez UE



Źródło: Orange Polska

Spośród 15 projektów realizowanych na szczeblu województw, cztery mają szczególne znaczenie dla Hawe. Po pierwsze, Hawe wspólnie z Grupą Orange oraz Alcatel-Lucent wygrało przetarg na budowę Sieci Szerokopasmowej Polski Wschodniej w województwie warmińsko-mazurskim. Całkowita wartość przetargu wynosi PLN 316m, z czego według Hawe ok. PLN 84m powinno zasilić przychody spółki przy oczekiwanej rentowności operacyjnej na poziomie ok. 15% (implikowany zysk operacyjny ok. PLN 12m). Po drugie, w konsorcjum z Grupą Orange Hawe realizuje budowę sieci szerokopasmowej w województwie lubuskim. Całkowita wartość tego kontraktu wynosi PLN 150m, z czego według Hawe ok. PLN 22m przypada na przychody spółki. Zakładając rentowność operacyjną na poziomie 15% spółka oczekuje zysku operacyjnego ok. PLN 3m. Po trzecie, Hawe realizuje budowę Zabrzańskiej Szerokopasmowej Sieci. Całkowita wartość trzech etapów tego kontraktu wynosi PLN 18m. Zakładając

rentowność operacyjną na poziomie 15% spółka oczekuje zysku operacyjnego w wysokości ok. PLN 3 m. Po czwarte, 26 września ORSS podpisało kontrakt na realizację projektu SSPW w województwie podkarpackim (całkowita wartość PLN 296m, w tym ok. PLN 70m dla Hawe).

Tabela 8. Hawe: Oczekiwane wyniki kontraktów infrastrukturalnych (PLN m)*

	2014E	2015E
SSPW warmińsko-mazurskie		
Kontrakt podpisany 19.04.2013		
Przychody	41.8	41.8
Przepływy pieniężne	6.0	6.0
Sieć szerokopasmowa - lubuskie		
Kontrakt podpisany 21.02.2012		
Przychody	11.0	11.0
Przepływy pieniężne	1.6	1.6
Zabrzańska Sieć Szerokopasmowa		
Kontrakt podpisany 26.03.2013		
Przychody	9.0	9.0
Przepływy pieniężne	1.4	1.4
SSPW podkarpackie		
Kontrakt podpisany 26.09.2013		
Przychody	35.0	35.0
Przepływy pieniężne	5.3	5.3
Przychody partnerów ORSS		
SSPW warmińsko-mazurskie	116.3	116.3
SSPW podkarpackie	113.0	113.0
Przepływy pieniężne partnerów ORSS		
SSPW warmińsko-mazurskie	0.0	0.0
SSPW podkarpackie	0.0	0.0

**Prognozy zawierają zero-marżowe przychody ORSS, Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*

Tabela 9. Hawe: Współbieżności 3-go rurociągu Hawe z projektami infrastrukturalnymi

Województwo	Relacja Początek	Relacja Koniec	Długość trasowa [km]	Cena/km (PLN k)	Wartość (PLN m)
Warmińsko-Mazurskie			**107.0**		**6.5**
	Elbląg	Braniewo	49.6	60.7	3.0
	Szczytno	Rozogi	36.7	60.7	2.2
	Chełchy	Olecko	20.7	60.7	1.3
Podlaskie*			**49.0**		**2.7**
	Studzianki	Białystok	19.5	56.1	1.1
	Białystok	Wojszki	29.5	56.1	1.7
Lubelskie			**410.3**		**23.0**
	Konstantynów	Biała Podlaska	22.5	56.1	1.3
	Biała Podlaska	Rossosz	30.6	56.1	1.7
	Biała Podlaska	Małaszewice	38.6	56.1	2.2
	Biłgoraj	Zwierzyniec	27.2	56.1	1.5
	Biłgoraj	Potok Górny	28.0	56.1	1.6
	Giełczew	Zakręcie	19.7	56.1	1.1
	Latyczów	Nielisz	24.9	56.1	1.4
	Gródek Szlachecki	Lubartów	19.5	56.1	1.1
	Lubartów	Elizówka	26.3	56.1	1.5
	Elizówka	Lublin	16.9	56.1	0.9
	Lublin	Giełczew	31.0	56.1	1.7
	Rossosz	Wisznice	5.3	56.1	0.3
	Jabłoń	Parczew	25.9	56.1	1.5
	Parczew	Gródek Szlachecki	19.5	56.1	1.1
	Szarowola	Tomaszów Lubelski	6.6	56.1	0.4
	Tomaszów Lubelski	Lubycza Królewska	18.2	56.1	1.0
	Nielisz	Zamość	24.4	56.1	1.4
	Zamość	Suchowola	25.2	56.1	1.4
Podkarpackie			**32.0**		**1.8**
	Żdzary	Ropczyce	32.0	55.0	1.8
Wielkopolskie			**80.4**		**4.4**
	Międzychód	Gaj Wielki	58.0	55.0	3.2
	Konin	Patrzyków	5.4	55.0	0.3
	Borki	Koło	13.0	55.0	0.7
	Konin Wyszyńskiego	Konin Śniadeckich	4.0	55.0	0.2
Razem			**678.7**		**38.4**

** 13-go listopada spółka poinformowała o sprzedaży części rurociągu w woj. podlaskim, która łącznie z przychodami za dodatkowe roboty budowlane i uzbrojenie ma przynieść of PLN 5m do PLN 6m przychodów*
Źródło: Dane spółki, Studium wykonalności SSPW, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, szacunki DI Investors

Poza przetargami na DBO (ang. Design, Build, Operate), tj. na projektowanie, budowę i operowanie, w których Hawe brało udział, spółka liczy również na odsprzedaż budowanego w tym celu trzeciego rurociągu. Ze studium wykonalności poszczególnych projektów wynika, że 679 km sieci Hawe jest współbieżne z siecią projektowaną przez samorządy. Zakładając średnią cenę kilometra rurociągu w wysokości PLN 55-60k/km, z 40% dyskontem do kosztu położenia nowej rury na poziomie PLN 90k /km, przychody ze sprzedaży trzeciej rury mogą sięgnąć PLN 38.4m w latach 2013-2015. Według Zarządu Hawe sprzedaż pierwszych odcinków w województwach lubelskim i podlaskim do spółek z grupy ALDESA powinna przynieść PLN 17.5-26m, z czego połowę już w 2013 roku. Dodatkowo oczekujemy, iż wykorzystanie 107 km rurociągu na potrzeby projektu realizowanego w warmińsko-mazurskim przyniesie kolejne PLN 6.5m.

W świetle wymagających terminów oddania całości projektów unijnych w październiku 2015 spółka uznaje za wysoce prawdopodobne wykorzystanie kolejnych 421 km trzeciego rurociągu. Przy założeniu ceny na poziomie PLN 55k /km sprzedaż całości wspomnianej sieci

przyniosłaby kolejne PLN 23m. Jednak w naszym modelu i prognozach finansowych konserwatywnie nie uwzględniliśmy tych dodatkowych przychodów.

Tabela 10. Hawe: Szacunki finansowe dla nowych projektów w latach 2014-2015 (PLN m)*

Projekt	Przychody	EBIT	Przepływy pieniężne
Projekty podpisane / negocjowane - Hawe	**231.9**	**56.7**	**66.9**
Projekty budowlane	**193.5**	**28.5**	**28.5**
SSPW warmińsko-mazurskie	83.5	12.0	12.0
Sieć szerokopasmowa - lubuskie	22.0	3.3	3.3
Zabrzańska Sieć Szerokopasmowa	18.0	2.7	2.7
SSPW podkarpackie	70.0	10.5	10.5
Sprzedaż 3-ciej rury	**38.4**	**28.2**	**38.4**
SSPW warmińsko-mazurskie	6.5	4.9	6.5
SSPW podlaskie	2.7	2.0	2.7
SSPW lubelskie	23.0	16.8	23.0
SSPW podkarpackie	1.8	1.3	1.8
Sieć szerokopasmowa – wielkopolskie	4.4	3.2	4.4
Projekty podpisane / negocjowane – partnerzy ORSS	**458.5**	**0.0**	**0.0**
Projekty budowlane	**458.5**	**0.0**	**0.0**
SSPW warmińsko-mazurskie	232.5	0.0	0.0
SSPW podkarpackie	226.0	0.0	0.0
Projekty potencjalne - Hawe	**123.2**	**31.8**	**38.2**
Projekty budowlane	**100.0**	**15.0**	**15.0**
IDM	100.0	15.0	15.0
Sprzedaż 3-ciej rury	**23.2**	**16.8**	**23.2**
Pozostałe projekty unijne	23.2	16.8	23.2
Razem – Hawe	**355.1**	**88.6**	**105.1**
Razem – partnerzy ORSS	**458.5**	**0.0**	**0.0**

**Prognozy zawierają zero-marżowe przychody ORSS*

Źródło: Dane spółki, Studium wykonalności projektu SSPW, szacunki DI Investors

Podsumowując, w ramach już podpisanych projektów regionalnych sieci szerokopasmowych Hawe może liczyć na PLN 194m przychodów i PLN 29m zysku operacyjnego z tytułu Design & Build. Dodatkowo, sprzedaż trzeciej rury powinna przynieść PLN 38m przychodów (i wolnej gotówki) oraz PLN 28m zysku. W scenariuszu bazowym opartym na podpisanych/wynegocjowanych kontraktach oczekujemy, iż na projektach unijnych Hawe wygeneruje PLN 232m przychodów, PLN 57m zysku operacyjnego i PLN 67m wolnych przepływów pieniężnych. W najlepszym wypadku kwoty te mogą urosnąć nawet do PLN 355m przychodów, PLN 89m zysku operacyjnego i ok. PLN 105m gotówki.

Wykraczając poza 2015 i obszar aktualnej perspektywy finansowania ze środków unijnych, Hawe oczekuje utrzymania biznesu projektowo/budowlanego, tym razem na poziomie konstrukcji sieci dystrybucyjnej. Główną przesłanką stojącą za tymi planami jest naszym zdaniem dążenie do realizacji Europejskiej Agendy Cyfrowej.

Główne czynniki ryzyka

Ryzyko związane z realizacją projektów unijnych

Za największy czynnik ryzyka dla naszych krótko i średnioterminowych prognoz finansowych dla Hawe uważamy przyszłość projektów unijnych. Po pierwsze, nawet w obliczu ostatecznego terminu ich rozliczenia przypadającego na grudzień 2015 oraz optymizmu Ministerstwa Rozwoju Regionalnego, nie możemy wykluczyć dalszych opóźnień w ich realizacji, a w skrajnym przypadku częściowego/pełnego unieważnienia. Jednocześnie przypominamy, że przesunięcia w realizacji tych projektów były głównym powodem odwołania zeszłorocznych prognoz przez Hawe. Po drugie, nie mamy pewności, że Hawe zrealizuje sprzedaż 3-ciego rurociągu na potrzeby samorządów w oczekiwanej długości i cenach.

Ryzyko kontynuacji erozji cen

Podobnie jak pozostałe segmenty rynku telekomunikacyjnego również segment przesyłu danych podlega znaczącej presji cenowej. Według Hawe w ostatnich 3 latach ceny przesyłu danych spadały średniorocznie o 20%. W efekcie, nawet pomimo znaczącego wzrostu wolumenów konsumowanych przez jednego użytkownika PMR szacuje spadek ARPU na usłudze stałego dostępu do Internetu w 2001-2011 na poziomie 30%. Wybiegając w przyszłość dostrzegamy również ryzyko, że znacząca rozbudowa sieci światłowodowej w Polsce (m.in. w ramach projektów unijnych) może wpłynąć na pogłębienie trendu spadkowego wykraczającego poza 20% założone przez nas na najbliższe 2 lata.

Ryzyko wejścia na rynek nowego agresywnego gracza poprzez akwizycję TK Telekom

W ubiegłym roku Hawe brało udział w procesie prywatyzacji TK Telekom. Proces ten został zawieszony, ale według zarządu TK Telekom powinien zostać wznowiony w 4 kw. 2013. Potencjalne przejęcie TK Telekom dysponującego niemal 30 tys. km sieci światłowodowej przez nowego agresywnego gracza mogłoby doprowadzić do wojny cenowej na polskim rynku przesyłu danych.

Dalsze opóźnienie w dokończeniu połączenia wschód zachód

Istotnym czynnikiem ryzyka dla realizacji strategii Hawe oraz naszych prognoz jest dokończenie połączenia infrastruktury światłowodowej na osi wschód-zachód pomiędzy Sochaczewem a Białą Podlaską. Według pierwotnych planów inwestycja ta miała zostać ukończona do końca ubiegłego roku. Ze względu na czynniki niezależne od spółki (leżące po stronie wykonawców) realizacja planów uległa opóźnieniu. Aktualnie zarząd Hawe deklaruje ukończenie inwestycji w pierwszej połowie 2014, co powinno pozwolić na podpisanie pierwszych międzynarodowych kontraktów IRU jeszcze w tym roku.

Załącznik 1: Księgowanie przychodów

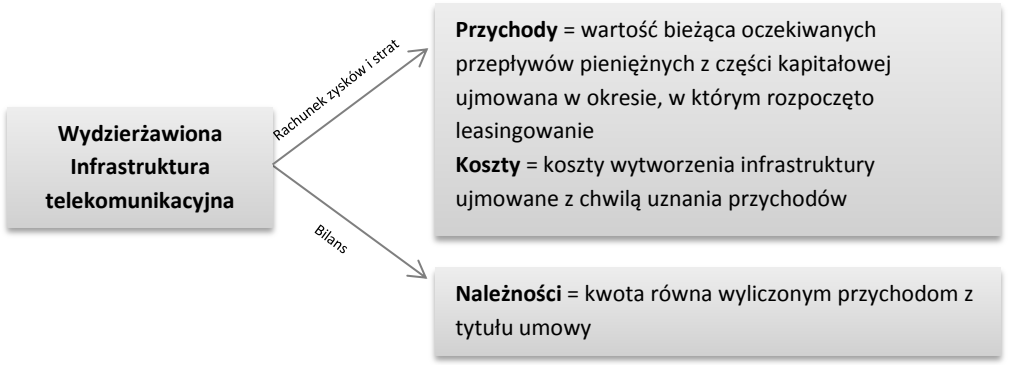
W branży infrastruktury teletechnicznej funkcjonują dwa główne modele kontraktu: najbardziej typowa długoterminowa dzierżawa księgowana jak leasing finansowy, oraz rzadszy IRU (ang. indefeasible rights of use) oparty na płatności ok. 80% wartości kontraktu z góry. Poniżej przedstawiliśmy charakterystykę finansowo-księgową obydwu typów kontraktów.

Długoterminowa dzierżawa

Długoterminowe umowy dzierżawy infrastruktury telekomunikacyjnej Grupa rozpoznaje jako umowy leasingu finansowego. Przychody (wartość bieżąca oczekiwanych przepływów pieniężnych z części kapitałowej) z tych umów ujmowane są w okresach, w których rozpoczęto świadczenie usług z tytułu tych umów.

Hawe ujmuje aktywa przekazane w leasing finansowy w bilansie i prezentuje je jako należności w kwocie równej wyliczonym przychodom z tytułu tych umów. Koszty poniesione przez Hawe w związku z wytworzeniem infrastruktury będącej przedmiotem umowy leasingu finansowego, a także koszty negocjacji i czynności służących doprowadzeniu do zawarcia umowy leasingowej ujmuje się jako koszty z chwilą uznania zysków ze sprzedaży.

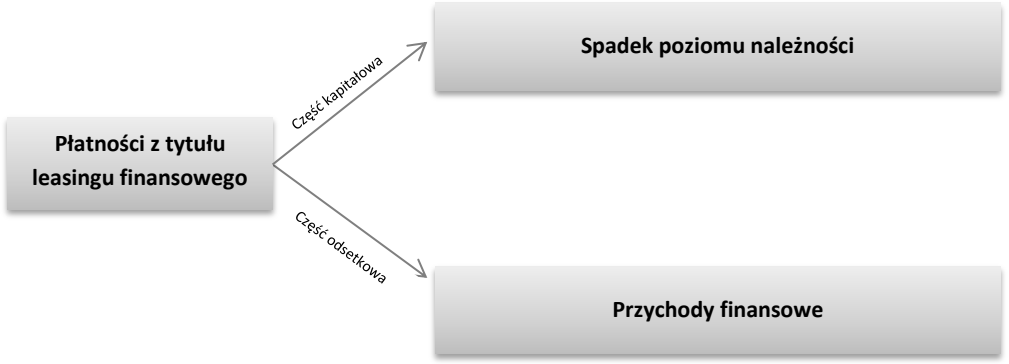
Zasady księgowania przychodów i kosztów



Źródło: DI Investors

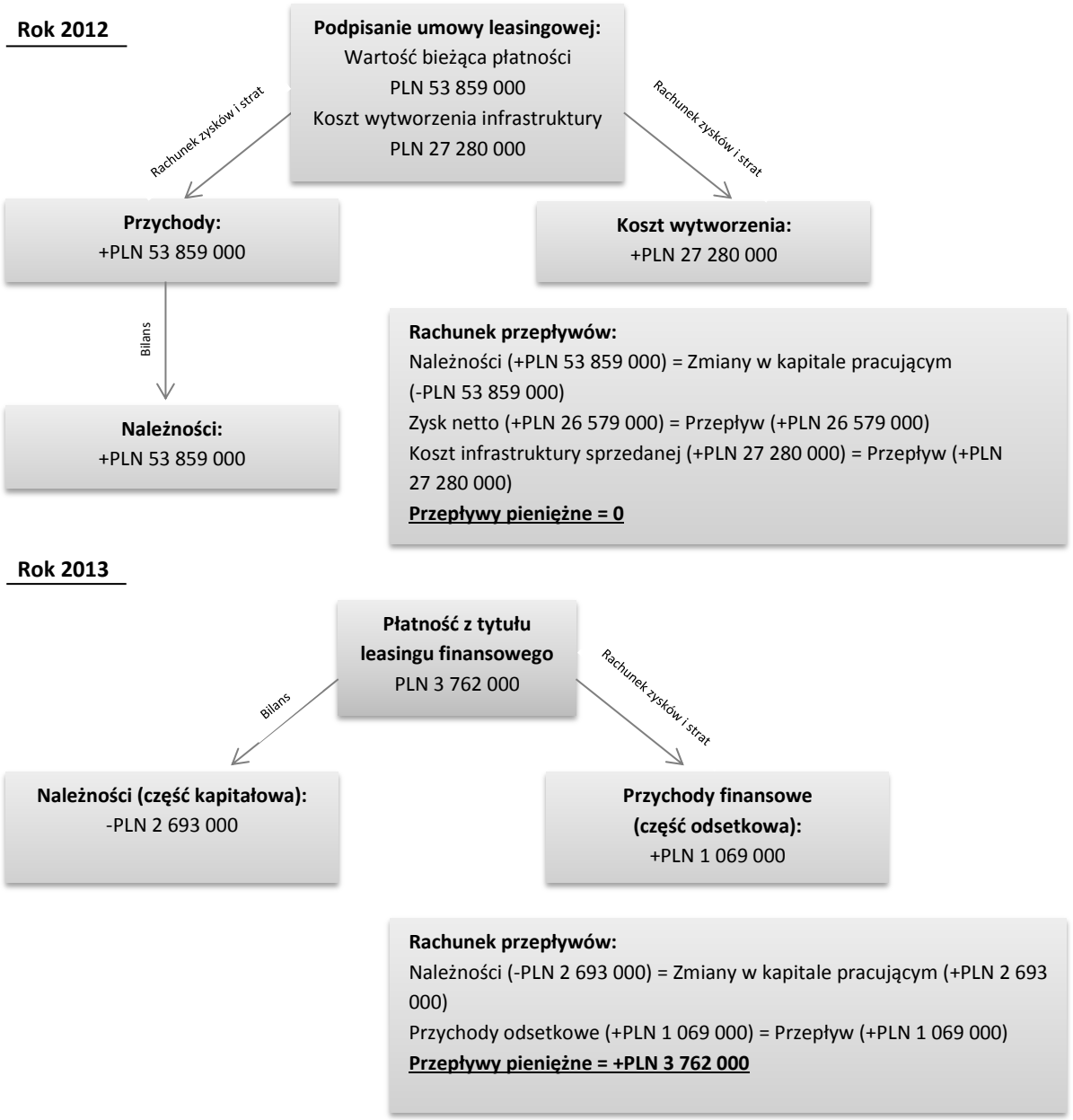
Co miesiąc dokonywane są płatności z tytułu leasingu finansowego. Część odsetkowa uwzględniona jest w przychodach finansowych, a spłata części kapitałowej powoduje spadek poziomu należności.

Zasady księgowania płatności od leasingobiorców



Źródło: DI Investors

Zasady księgowania przychodów i kosztów



Źródło: DI Investors

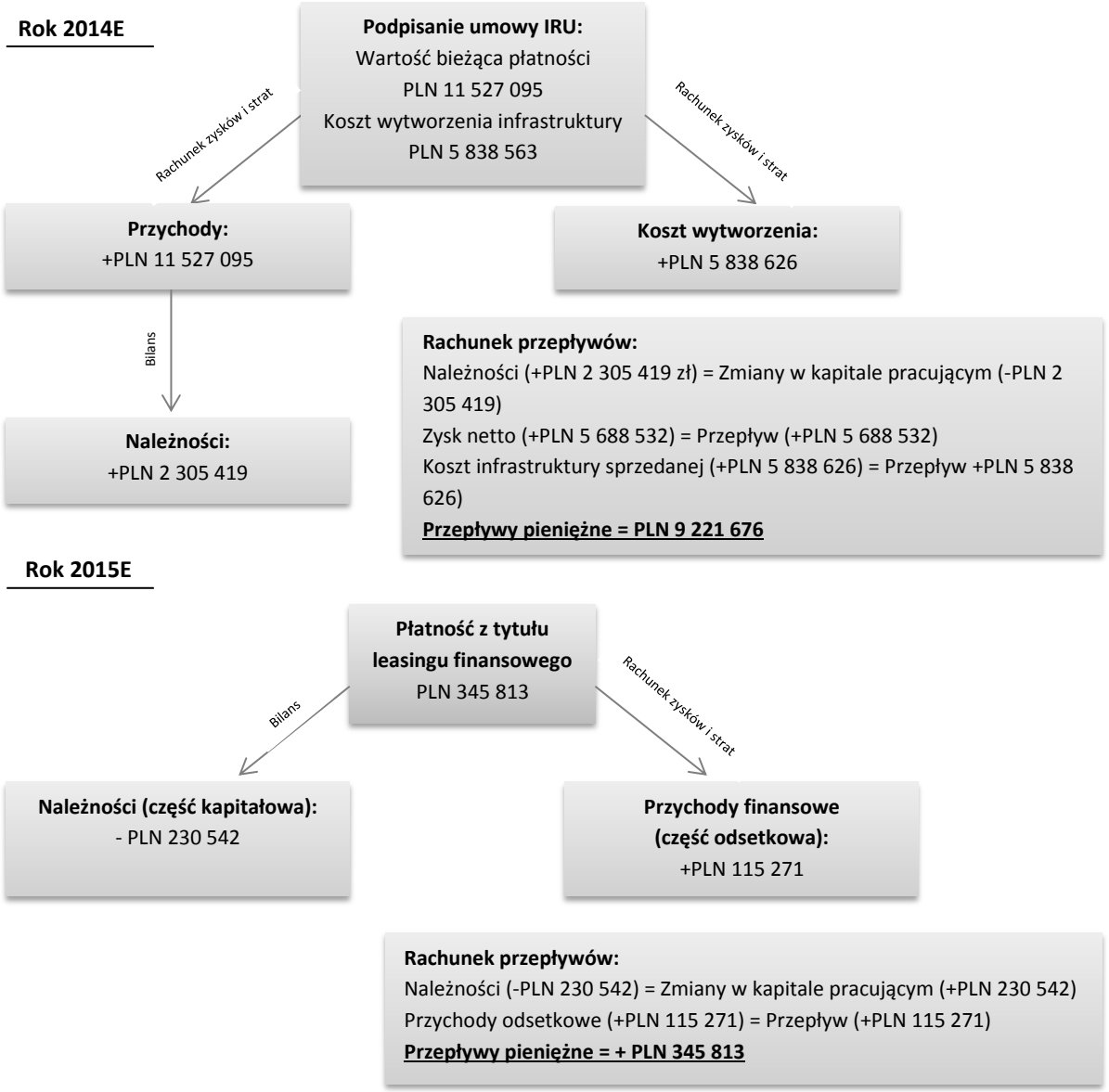
IRU

Z punktu widzenia księgowania przychodów i kosztów, a co za tym idzie również zysków model IRU nie różni się znacząco od długoterminowej dzierżawy. Istotna różnica związana jest natomiast z przepływami gotówkowymi. W ramach kontaktów typu IRU około 80% wartości przychodów jest wpłacane z góry w momencie zawarcia umowy. Różnica ta jest znacząca z punktu widzenia zarówno płynności, jak i wyceny operatora.

Według naszej wiedzy model IRU jest bardzo rzadki na lokalnym polskim rynku. Z drugiej strony, według Zarządu Hawe model IRU jest standardem w transakcjach międzynarodowych. Dlatego też w niniejszym raporcie poświeciliśmy tyle uwagi połączeniu infrastruktury

teletechnicznej pomiędzy Sochaczewem a Biała Podlaską pozwalającemu zaoferować najkrótsze, a co za tym idzie charakteryzujące się najmniejszym opóźnieniem, połączenie pomiędzy Moskwą/Kijowem a Frankfurtem/Londynem z istotnym węzłem w Warszawie. Naszym zdaniem dokończenie tej inwestycji jest warunkiem koniecznym do osiągniecia przewagi konkurencyjnej i pozyskania pierwszych międzynarodowych kontraktów IRU jeszcze w tym roku.

Zasady księgowania przychodów i kosztów



Źródło: DI Investors

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Inwestycyjny Investors S.A. ("DI Investors"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

DI Investors podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez DI Investors.

DI Investors jest częścią Investors Holding S.A. Więcej informacji o DI Investors i jego podmiotach powiązanych można uzyskać pod następującym adresem internetowym: http://di.investors.pl/o-nas/grupa-investors.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez DI Investors z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów DI Investors upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnieni dotyczących jego treści.

DI Investors nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci DI Investors. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zwarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DI Investors w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże DI Investors oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji kiedy raport odsyła do strony internetowej DI Investors, DI Investors oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej DI Investors) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiekolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się w jakiejkolwiek lokalizacji, miejscowość, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla DI Investors i jego podmiotów powiązanych jakiejkolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których DI Investors i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczpospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

DI INVESTORS INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

DI INVESTORS ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

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

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. DI Investors niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o w wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM.

INFORMACJI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DI INVESTORS.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI Investors nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

DI Investors nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisje inwestycyjne lub usługowe.

DI Investors nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

DI Investors nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

DI INVESTORS W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIA Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUG NA RZECZ EMITENTA LUB PODMIOTÓW NALEŻĄCYCH DO GRUPY KAPITAŁOWEJ EMITENTA LUB PODMIOTÓW WCHODZĄCYCH W SKŁAD TEJ SAMEJ GRUPY KAPITAŁOWEJ, CO EMITENT.

DI Investors nie posiada akcji Emitenta instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

DI Investors nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągniecie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

DI Investors nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, DI Investors składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

DI INVESTORS ZAWARŁ Z EMITENTEM UMOWĘ W SPRAWIE ŚWIADCZENIA USŁUG BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, KTÓRA OBOWIĄZYWAŁA W OSTATNICH 12 MIESIĄCACH PRZED SPORZĄDZENIEM REKOMENDACJI ORAZ OBOWIĄZUJE NA DZIEŃ SPORZĄDZENIA NINIEJSZEJ REKOMENDACJI. DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE W OKRESIE NASTĘPNYCH 12 MIESIĘCY MOŻE SKŁADAĆ NA RZECZ EMITENTA OFERTĘ ŚWIADCZENIA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ.

DI INVESTORS PEŁNIŁ ROLĘ OFERUJĄCEGO PRZY EMISJI OBLIGACJI EMITENTA NASTĘPUJĄCYCH SERII J.01, J.02 ORAZ J.03, A TAKŻE PROWADZIŁ EWIDENCJĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH WYEMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA. NA DZIEŃ SPORZĄDZENIA NINIEJSZEGO RAPORTU DI INVESTORS JEST STRONĄ UMOWY, KTÓREJ PRZEDMIOTEM JEST OFEROWANIE INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA. DI INVESTORS JEST STRONĄ UMOWY O OFEROWANIE INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ PODMIOTY WCHODZĄCE W SKŁAD TEJ SAMEJ GRUPY KAPITAŁOWEJ, CO EMITENT.

DI INVESTORS JEST STRONĄ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ ZAWARTEJ Z PODMIOTAMI WCHODZĄCYMI W SKŁAD GRUPY KAPITAŁOWEJ EMITENTA ORAZ NALEŻĄCYCH DO TEJ SAMEJ GRUPY KAPITAŁOWEJ CO EMITENT. UMOWY TE OBOWIĄZYWAŁY W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY PRZED SPORZĄDZENIEM NINIEJSZEJ REKOMENDACJI ORAZ OBOWIĄZUJE NA DZIEŃ JEJ SPORZĄDZENIA.

DI INVESTORS JEST STRONĄ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG DORADZTWA DLA PODMIOTÓW NALEŻĄCYCH DO TEJ SAMEJ GRUPY KAPITAŁOWEJ, CO EMITENT.

WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIWANYCH W RAMACH TRANSAKCJI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA LUB PODMIOTY NALEŻĄCE DO GRUPY KAPITAŁOWEJ EMITENTA LUB PODMIOTY WCHODZĄCE W SKŁAD TEJ SAMEJ GRUPY KAPITAŁOWEJ CO EMITENT, DOKONYWANYCH PRZEZ DI INVESTORS LUB PODMIOTY Z NIM POWIĄZANE.

Podmioty powiązane z DI Investors lub DI Investors mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe").

DI Investors może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy DI Investors mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niemniejszy raport nawiązuje.

Analitycy DI Investors działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

DI Investors, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakikolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiekolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

DI Investors nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

DI Investors zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnej rekomendacji.

DI Investors podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie DI Investors wydał 20 rekomendacji: 8 rekomendacje kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 3 rekomendacje Neutralnie, 4 rekomendacje Redukuj oraz 1 rekomendację Sprzedaj. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to DI Investors, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 10%.

DI INVESTORS WYDAŁ W DNIU 28 LISTOPADA 2013 ROKU RAPORT ANALITYCZNY DOTYCZĄCY EMITENTA.

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

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie "Emitenta" będzie odnosić się do wszystkich z nich.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM. Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż DI Investors, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez DI Investors do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i DI Investors, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treść.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami DI Investors lub jego podmiotów powiązanych.

DI Investors jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi DI Investors. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody DI Investors.

Copyright © 2014 DI Investors S.A. i / lub jej podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny DI Investors opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu DI Investors korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
2) porównawczej/wskaźnikowej,
3) mnożnik docelowy
4) analiza scenariuszowa

5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
6) Wartość aktywów netto
7) Suma części

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

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

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założeniach znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

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

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uznać można niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

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

Definicje rekomendacji:

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.
Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.
Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.
Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.
Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE.