

poniedziałek, 26 listopada 2018 | aktualizacja raportu

Telekomunikacja

Polska

Wysoki FCFE Yield, ale istotny poziom zadłużenie

Poziom notowań WIG Telekomunikacja obniżył się w ciągu ostatniego roku o 19,5%, tym samym indeks był gorszy od szerokiego rynku o 8,0 p.p. Mediana wskaźników EV/EBITDA'18 wynosi 4,9x. Patrząc na dość wysokie strumienie gotówki generowane przez spółki z sektora (średni FCFE Yield'19/'20 = 9,1%/ 11,0%) oraz jego defensywny charakter (mediana zmiany wyniku EBITDA'19/'20 R/R wynosi odpowiednio +0,3% / +2,8%) inwestycję w polskie telekomunikacje uznajemy za atrakcyjną. Wskazujemy także na trendy konsolidacyjne w sektorze, co powinno być odczytywane pozytywnie. Z drugiej strony wskazujemy na dość wysoki poziom zalewarowania (mediana wskaźników dług netto/EBITDA'18 = 2,6x vs. 1,7x dla spółek porównywalnych i związany z nim niski poziom dywidendy (oprócz PLY żaden przedstawiciel sektora nie płaci > niż 2% DivYield w 2019 r.). Ze względu na powyższe zalecamy selektywne podejście do inwestycji w spółki telekomunikacyjne. Naszymi faworytami są PLY i OPL, neutralne podejście mamy do CPS i NET.

Duży CAPEX na częstotliwości 5G?

Niedawna ultradługa aukcja częstotliwości 5G we Włoszech (4,3 mld EUR za spektrum 3,6-3,8 GHz) wzbudziła ryzyka dot. poziomu CAPEXu na pasma 5G. Nie spodziewamy się szybkiej organizacji aukcji 5G w Polsce. Pasma są obecnie rozdrobione i użytkowane do 2025 r. W przypadku pasma 700 MHz przy zmianie jego dotychczasowego przeznaczenia wymagana jest koordynacja międzynarodowa. Wskazujemy te na kondycję polskiego sektora (brak wzrostu przychodów, istotne zadłużenie) oraz niedawną aukcję 800 MHz. Sądzymy, że rozdysponowanie pasma w najbliższym czasie jest nieopłacalne z punktu widzenia Skarbu Państwa. Dodatkowym problemem są dość restrykcyjne normy promieniowania radiowego w Polsce.

Spadki sektora telco w Europie

W ciągu ostatniego roku europejski sektor telekomunikacyjny zachowywał się gorzej od szerokiego rynku: w ciągu 12 miesięcy indeks MSCI Europe Telco spadł o 11,0% vs. -7,8% MSCI Europe (dopiero w ostatnich tygodniach widoczna jest lepszy performance). Powodem spadków jest presja cenowa wywołana intensywniejszą konkurencją oraz obniżaniem cen usług przez operatorów tylko mobilnych, tak by zachować konkurencyjność względem telekomów zintegrowanych. Dodatkowo na wyceny telekomów wpłynęła trwająca niepewność regulacyjna oraz niewielkie możliwości do ograniczania wydatków inwestycyjnych. Obecnie telekomunikacje europejskie są handlowane na wskaźniku EV/EBITDA Blended Forward = 5,9x vs. wskaźnik 8,6 dla szerokiego rynku.

Orange i Play atrakcyjne na tle Cyfrowego Polsatu

Notowania Cyfrowego Polsatu pozytywnie odznaczają się na tle konkurentów: od początku roku walory straciły tylko 9% vs. spadki 47% w PLY, 15% w OPL i 13% w NET oraz 11% szeroki rynek. Obecnie spółka notowana jest na EV/EBITDA'19 = 6,1x, tj. z 7% premią do spółek porównywalnych i najwyżej w polskim sektorze telekomunikacyjnym. Tymczasem spodziewamy się lekkiego spadku wyniku EBITDA w 2019 r. R/R vs. wzrost o 0,8% w PLY i +4,0% w OPL, a FCFE Yield jest wysoki jednak nie wyróżnia się istotnie na tle konkurentów (FCFE'19/'20 = 10,8%/11,8% vs. OPL 7,5%/10,1% i PLY 15,7%/15,7%) na tyle by uzasadnić 39% premię do OPL i 26% do PLY. Dodatkowo spółka nie wypłaciła dywidendy za 2017 r., pomimo przyjętej polityki dywidendowej.

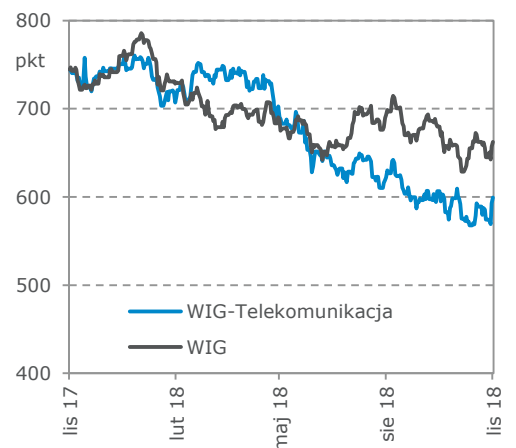
Spółka	EV/EBITDA			P/E		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Cyfrowy Polsat	6,4	6,1	5,6	14,5	13,0	10,8
Netia	4,9	5,4	5,4	23,6	31,3	25,9
Orange Polska	4,7	4,4	4,0	-	61,6	22,6
Play	5,0	4,9	4,6	5,3	5,8	5,8

WIG-Telekomunikacja	596,50
WIG	56 788
EV/EBITDA 2018P	4,9x
P/E 2018P	19,0x

Strategia dotycząca sektora

Według danych UKE wartość rynku telekomunikacyjnego w Polsce wyniosła w 2017 roku Ok. 39,5 mld PLN, z czego segment telefonii stacjonarnej stanowił ok. 2,3 mld PLN, telefonii miał wartość ok. 15 mld PLN, a Internetu szerokopasmowego ok. 4,7 mld PLN. Wartość rynku nieznacznie była stabilna vs. 2016 r. Możliwość dostępu do stacjonarnego Internetu o szybkości min. 30 Mb/s ma dziś już około 33% budynków. Dostęp do usług o prędkościach najwyższych, wynoszących co najmniej 100 Mb/s, mają aktualnie mieszkańcy co dziesiątego budynku mieszkalnego w Polsce – w roku 2016 był to co dwunasty budynek.

Kurs akcji WIG-Telekomunikacja na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Cyfrowy Polsat	23,20	24,90	trzymaj	akumuluj
Netia	4,70	4,30	trzymaj	trzymaj
Orange Polska	6,40	7,60	kupuj	kupuj
Play	21,30	21,50	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Cyfrowy Polsat	22,50	23,20	+3,1%
Netia	4,66	4,70	+0,9%
Orange Polska	4,91	6,40	+30,4%
Play	16,54	21,30	+28,8%

Analitik:

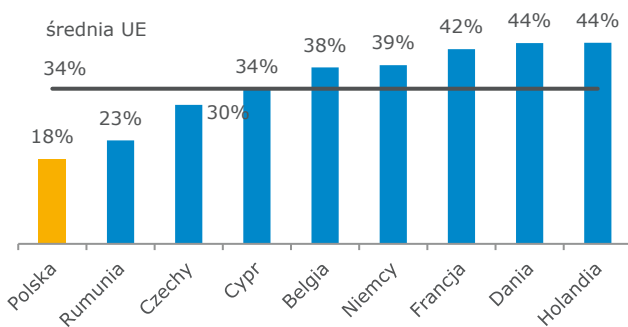
Paweł Szpigił
 +48 22 438 24 06
pawel.szpigił@mbank.pl

Polski rynek telekomunikacyjny – najważniejsze trendy

Opóźnienie w Internecie stacjonarnym, prym w mobilnym

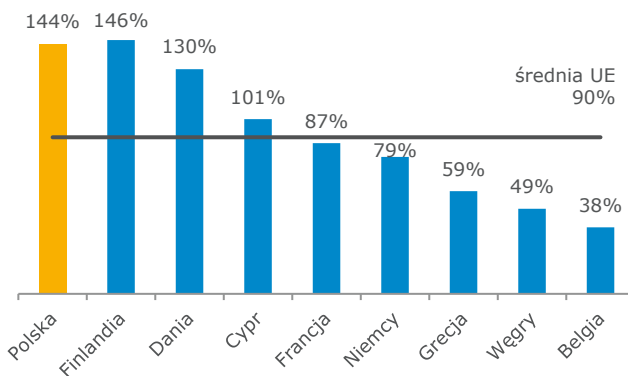
W Polsce penetracja Internetem stacjonarnym była na poziomie ponad 18% i była najniższa wśród wszystkich krajów UE. Średnia europejska w przypadku tych usług wyniosła 34%. Z drugiej strony Polska pozostaje jednym z liderów rynku mobilnego w Europie. Nasycenie usługami Internetu mobilnego wyniosło poziomie 144%, czyli o około 54 p.p. więcej niż średnia europejska. Wynik ten daje Polsce drugie miejsce w Europie. Na pierwszym miejscu pod względem nasycenia znalazła się w 2017 r. Finlandia z penetracją na poziomie 146%.

Nasycenie usługami Internetu stacjonarnego w UE



Źródło: Digital Agenda Scoreboard 2017

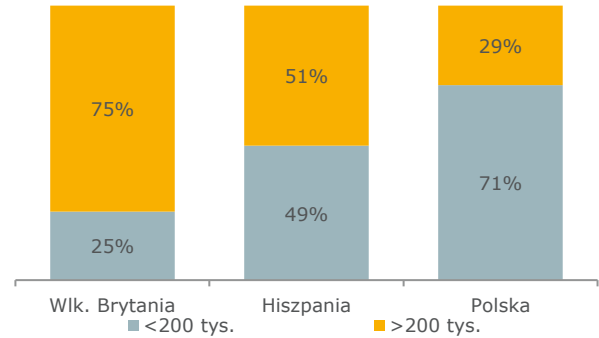
Nasycenie usługami Internetu mobilnego w UE



Źródło: Digital Agenda Scoreboard 2017

Wysoka penetracja Internetem mobilnym i niska stacjonarnym wynika głównie z dwóch czynników: (1) rozkładu geograficznego Polaków skrzywionego w kierunku wsi i małych miasteczek oraz (2) relatywnie wczesnym wprowadzeniem usług mobilnych w kraju (zwłaszcza w przypadku Cyfrowego Polsatu).

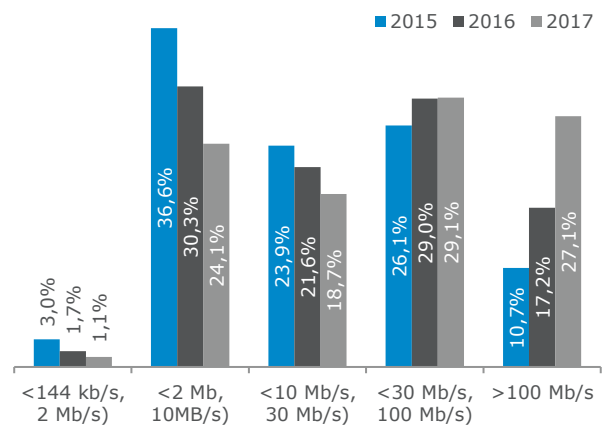
Rozkład populacji wg wielkości zamieszkiwanej aglomeracji



Źródło: Play

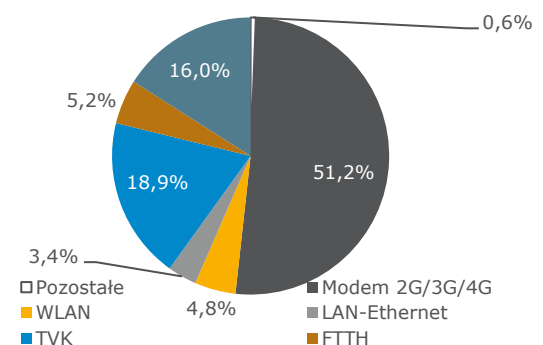
Na polskim rynku widoczny jest postępujący wzrost przepustowości łączy. Udział łączy o niskich przepustowościach poniżej 30 Mb/s z roku na rok maleje na rzecz łączy o przepływności ponad 100 Mb/s. (+16 p.p. w ciągu okresu 2015-17).

Udział łączy w podziale na przepływności



Źródło: UKE

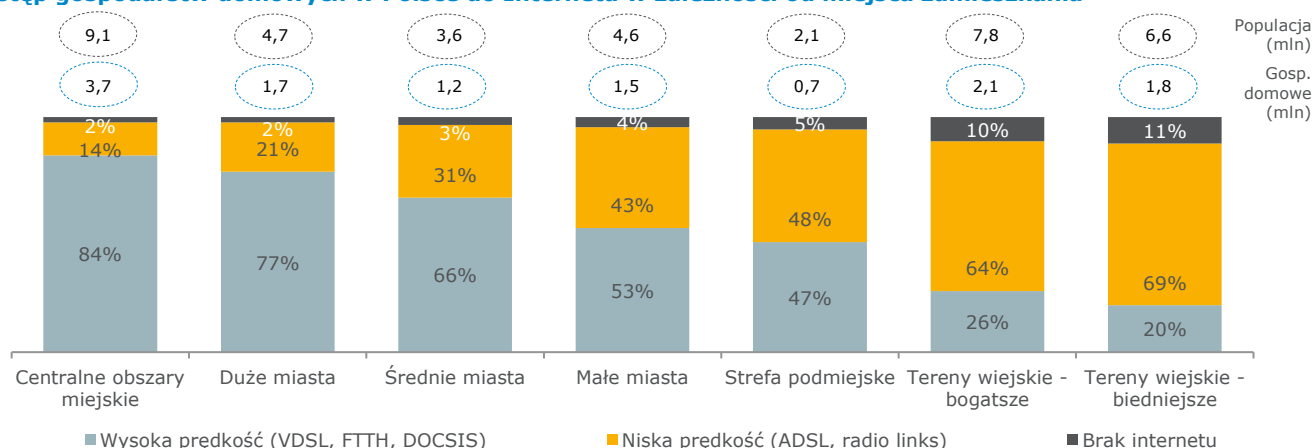
Struktura abonentów ze względu na wykorzystywaną technologię dostępową



Źródło: UKE

Zgodnie z przypuszczeniami, najlepszy dostęp do szybkiego Internetu obecny jest w dużych miastach, najgorszy na wsi.

Dostęp gospodarstw domowych w Polsce do Internetu w zależności od miejsca zamieszkania

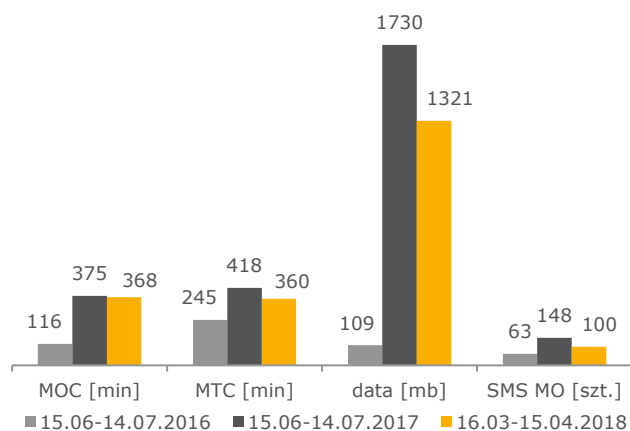


Źródło: Play

Wprowadzenie RLAH

Wprowadzenie zasady Roam Like at Home w połowie czerwca '17 istotnie przełożyło się na konsumpcję usług w roamingu międzynarodowym oraz zyskowność przedstawicieli sektora. UKE szacuje, że operatorzy MNO odnieśli straty rzędu 350 mln PLN, nastąpił 15-krotny wzrost użycia danych w roamingu UE oraz 3-krotny wzrost długości połączeń wychodzących.

Wzrost zużycia usług w roamingu przez wyjeżdżających Polaków

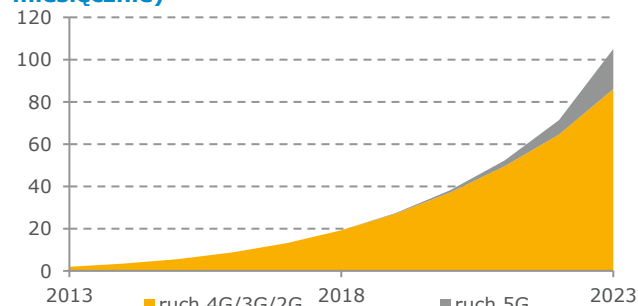


Źródło: UKE

Istotny wzrost zużycia danych w sieciach mobilnych

Obecnie smartfony generują blisko 85% całkowitego mobilnego ruchu danych. Oczekuje się, że liczba ta osiągnie 95% do końca 2023 roku. Przewiduje się, że całkowity ruch danych w sieci komórkowej w średnim horyzoncie będzie rósł w średnim tempie 39% rocznie osiągając blisko 107 eksabajtów miesięcznie do końca 2023 roku. W tym czasie ruch 20% danych mobilnych na całym świecie będzie przenoszony przez sieci 5G. Jest to 1,5-krotnie więcej niż obecnie łączny ruch 4G / 3G / 2G. Głównym powodem wzrostu zużycia danych jest lawinowo rosnąca konsumpcja treści video w trybie mobilnym.

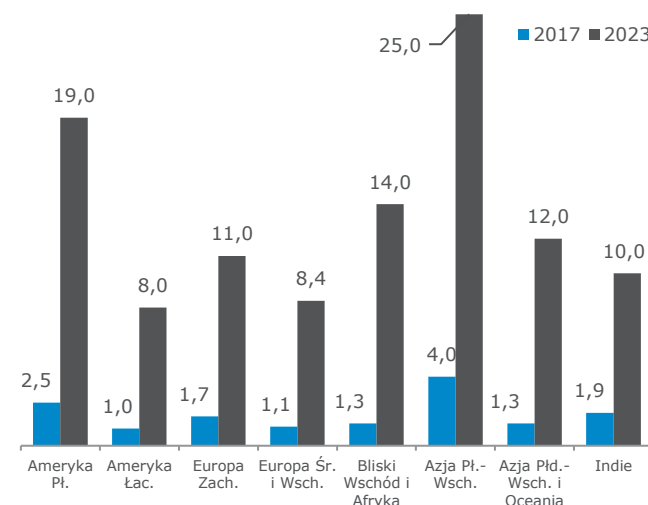
Globalny wzrost ruchu w sieciach mobilnych (EB/miesięcznie)



Źródło: Ericsson

Wzrost zużycia danych mobilnych będzie obserwowane we wszystkich regionach świata, w tym w Europie środkowowschodniej (o >7,6x w okresie 2017-2023).

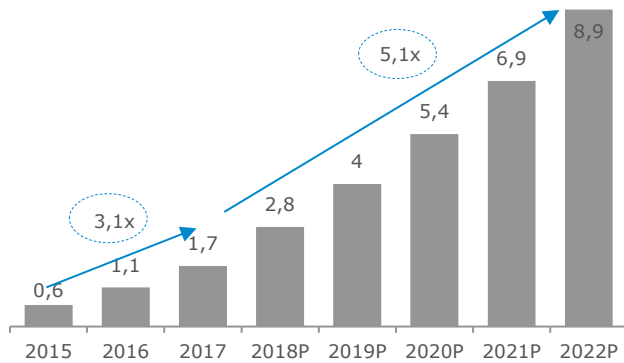
Wzrost ruchu w sieciach mobilnych (EB/miesięcznie)



Źródło: Ericsson

W Polsce przewiduje się, że w latach 2017-2022 ruch wzrośnie o >5x, po tym jak wzrósł o 3,1x w okresie 2015-17.

Wzrost ruchu w sieciach mobilnych w Polsce (EB/ miesięcznie)



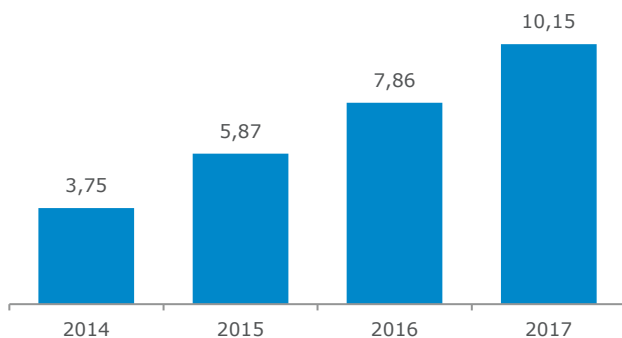
Źródło: Play

Tak duży wzrost ruchu mobilnego przełoży się na znaczne inwestycje w sieci, zarówno mobilne jak i stacjonarne. Telekomom będą potrzebne nowe częstotliwości by sprostać popytowi na dane wśród swoich użytkowników.

Konwergencja w Polsce

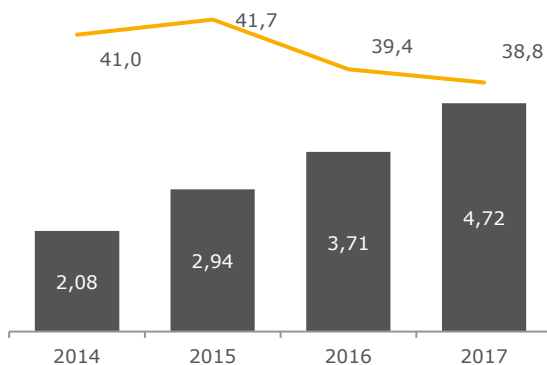
Usługi wiązane są najbardziej dynamicznie rozwijającym się segmentem rynku telekomunikacyjnego w Polsce. Na przestrzeni ostatnich 4 lat liczba użytkowników zwiększyła się z 3,75 mln do 10,15 mln.

Liczba użytkowników usług wiązanych w Polsce (mln)



Źródło: UKE

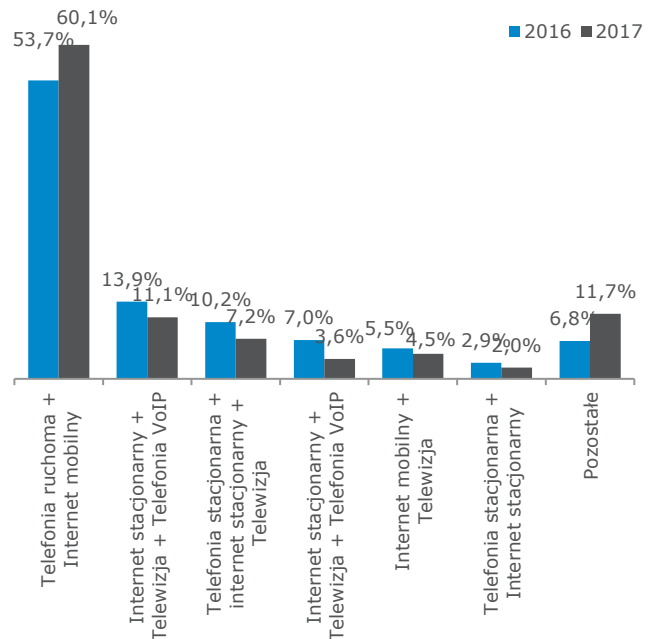
Wartość rynku (mld PLN) oraz średni miesięczny przychód na użytkownika (ARPU w PLN)



Źródło: UKE

Według analiz UKE w 2017 r. najpopularniejszym pakietem pozostała usługa „Telefonia ruchoma + Internet mobilny”, której udział w rynku pod względem liczby użytkowników wyniósł ponad 60% (+6 p.p. R/R).

Najpopularniejsze pakiety konwergentne



Źródło: UKE

Poziom cen usług mobilnych na rynku

Niepokojąco wygląda wprowadzona w sierpniu'18 oferta sieci Plus, zgodnie z którą przenoszący numer do sieci mają usługi gratis przez pół roku. Jest to o tyle zaskakujące, że Polkomtel nie był znany dotychczas z agresywnej oferty cenowej, a główną atrakcją jego oferty miał być dostęp do Ligi Mistrzów. Na ofertę Plus szybko odpowiedział Play wprowadzając podobny rabat na pierwsze pół roku umowy. Z drugiej strony operatorzy są zgodni, że poziom cen na rynku jest bardzo niski i nie powinien spadać dalej. Zarządy wszystkich giełdowych telekomów twierdzą, że prawdopodobieństwo wojny cenowej jest niskie, choć niektórzy przyznają, że zależy to od zachowania się konkurentów (Orange Polska na konferencji po wynikach 3Q'18). Dlatego też sądzimy, że telekomy będą wycofywać się z dużych rabatów cenowych.

Porównania dostępnych obecnie ofert sim-only B2C

	PLAY			ORANGE POLSKA			T-Mobile		Plus		
Cena	30 PLN (6 mies. gratis)	50 PLN (6 mies. gratis)	60 PLN (6 mies. gratis)	30 PLN	40 PLN	50 PLN	30 PLN	50 PLN	30 PLN (6 mies. gratis)	50 PLN (6 mies. gratis)	70 PLN (6 mies. gratis)
Suma płatności od klienta w ciągu 24 mies.	540 zł	900 zł	1 080 zł	720 zł	960 zł	1 200 zł	720 zł	1 200 zł	540 zł	900 zł	1 260 zł
Internet	5 GB	10 GB pełna prędkość, potem 1 Mbs	30 GB pełna prędkość, potem 1 Mbs	2 GB	5 GB	10 GB pełna prędkość, potem 1 Mbs	5 GB	10 GB pełna prędkość, potem 1 Mbs	2 GB	12 GB pełna prędkość, potem 1 Mbs	12 GB pełna prędkość, potem 1 Mbs
Rozmowy głosowe	bez limitu	bez limitu	bez limitu	bez limitu	bez limitu	bez limitu	bez limitu	bez limitu	bez limitu	bez limitu	bez limitu
SMS/MMS	0,19 PLN	bez limitu	bez limitu	0,20 PLN	bez limitu	bez limitu	bez limitu	bez limitu	bez limitu	bez limitu	bez limitu
Inne						100 minut rozmów międzynarodowych (USA, Kanada, itd.)	czas trwania umowy: 6 mies.				Pakiet Ipla Polsat Sport Premium z Ligą Mistrzów UEFA

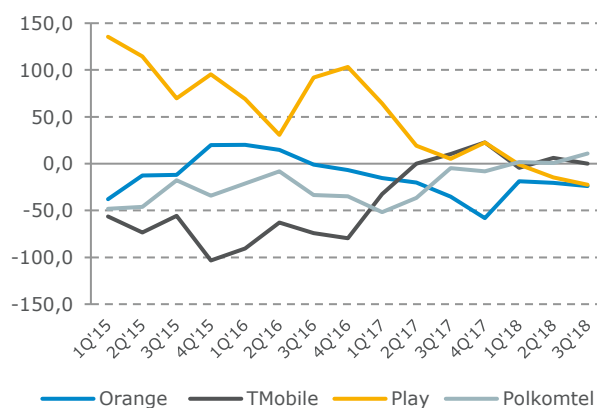
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Obecnie, najtańsze oferty „sim-only” kosztują na rynku ok. 30 PLN, najkorzystniej wśród nich wypada sieć Plus (bez limitu SMS/MMS za to tylko 2 GB danych) oraz sieć Play (0,19 PLN za SMS/MMS, ale 5 GB dostępnego pakietu danych). Wśród najdroższych ofert, najkorzystniej wypada sieć Play (za 1080 PLN przez 24 miesiąca mamy dostęp aż do 30 GB danych). Cyfrowy Polsat kusi za to klienta dostępem do Ligi Mistrzów.

Przenoszenie numerów pomiędzy operatorami

Trendy na rynku operatorów mobilnych dot. migracji klientów między sieciami uległy dużej zmianie w ciągu ostatniego roku. Play, który raportował ok. 70 tys. klientów netto Q/Q jeszcze w okresie 3Q'15-2Q'17 spadł z pozycji nr 1 i wszedł w fazę negatywnych bilansów kwartalnych. Orange od połowy 2016 utrzymuje negatywne saldo na przenoszeniu numerów – to pochodna strategii nastawionej na wartość. Najgorzej w Orange Polska wypadł 4Q'18 (strata rzędu 54 tys. numerów), jednak liczba ustabilizowała się na ok. -20 tys. Q/Q średnio w 1-3Q'18. T-Mobile stara utrzymać się stabilną bazę numerów, odszedł od bardziej agresywnej strategii akwizycyjnej przyjętej w 2017 r. Sieci Plus po długim okresie ujemnych bilansów, zaczęła notować wzrosty bazy numerów (szczególnie duży w 3Q'18 po wprowadzeniu nowej oferty).

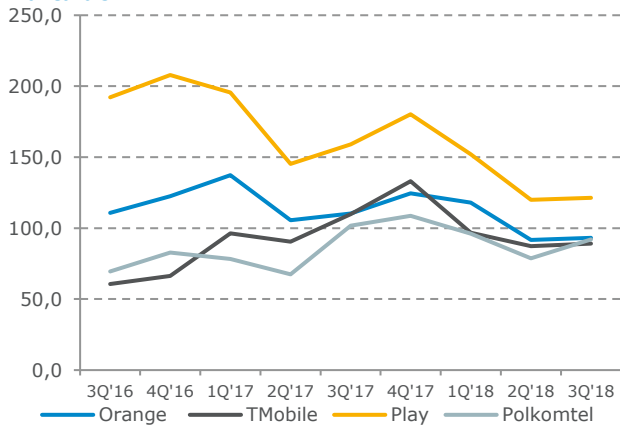
Bilans numerów netto w poszczególnych kwartałach (przychodzące minus odchodzące)



Źródło: UKE

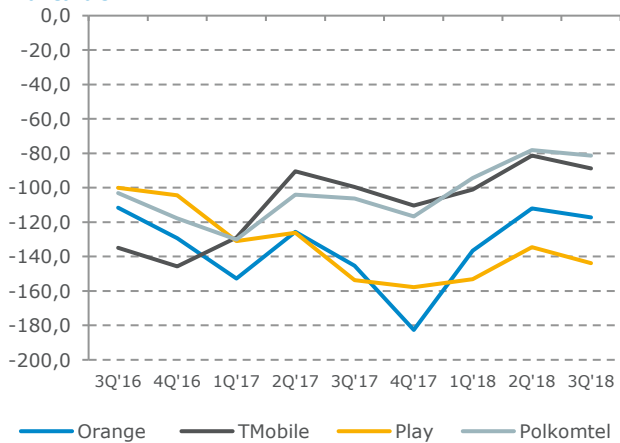
Play utrzymuje pozycję lidera pod względem numerów przychodzących (średnio ok. +101 tys. kwartalnie w 1-3'18). Jednak zauważalne jest pogorszenie sytuacji w zakresie retencji numerów (431 tys. numerów oddanych w ciągu 9M'18 vs. 411 tys. w 9M'17 i 285 tys. w 9M'16).

Liczba numerów przychodzących w poszczególnych kwartałach



Źródło: UKE

Liczba numerów odchodzących w poszczególnych kwartałach

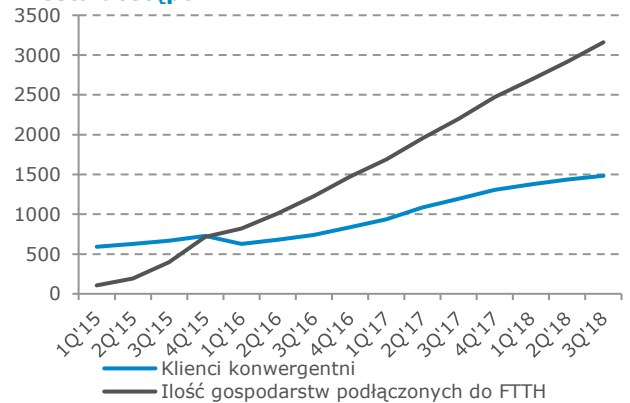


Źródło: UKE

Konwergencja fixed + mobile

Do tej pory wprowadzenie konwergencji fixed + mobile często było utożsamiane ze znacznymi rabatami, powodując w ten sposób lub napędzając tymczasowe wojny cenowe. Jednak coraz częściej konwergencję FMC ('fixed-mobile convergence') utożsamia się z innymi zaletami. Główną jest wzmocnienie pozycji danego operatora na rynku telekomunikacyjnym. Dodatkowymi: zmniejszenie churnu, poprawa efektywności kosztowej oraz capexowej. Na polskim rynku Orange Polska prowadziła do niedawna jako jedyną strategię gracza konwergentnego fixed + mobile. Spółka zdecydowała się na olbrzymie inwestycje w sieć FTTH i wprowadziła jedyną na rynku ofertę Orange Love, której trzonami są usługi światłowodowe stacjonarne oraz usługi mobilne. Na koniec 1Q'18 Orange Polska posiadało 2,69 mln gospodarstw w zasięgu sieci, a prawdopodobieństwo realizacji celów z ogłoszonej we wrześniu'17 strategii wynika (> 5 mln gospodarstw domowych do końca 2020, czyli >ponad 36% wszystkich gospodarstw w Polsce) jest duże.

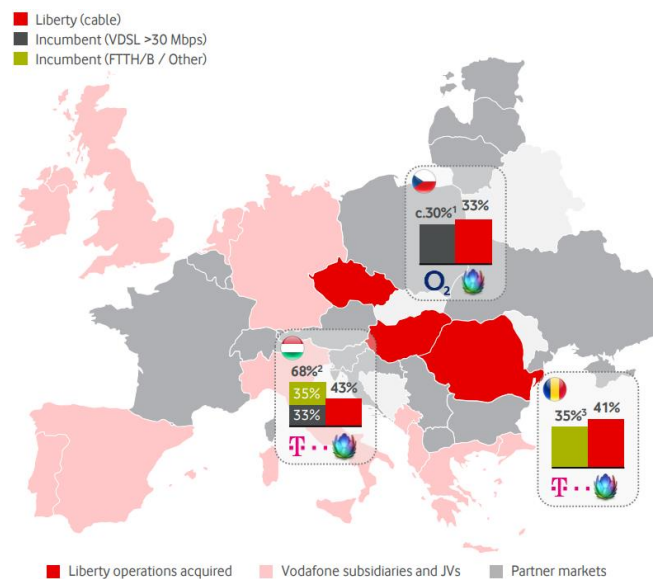
Wzrost liczby klientów konwergentnych na tle wzrostu dostępów FTTH



Źródło: Orange Polska

Dążenie operatorów telekomunikacyjnych do konwergencji fixed + mobile w ciągu ostatniego roku jest widoczne zarówno na rynku polskim, jak i zagranicznym. W maju'18 Liberty Global sprzedała Vodafone operatorów kablowych działających w Niemczech, Czechach, Rumunii i na Węgrzech. Transakcja miała wartość 18,4 mld EUR. Mnożnik w transakcji wyniósł 10,9x EBITDA'19 (licząc bez synergii), 8,6x (z efektem 5 letnich synergii). Warto zwrócić uwagę, że Vodafone nabył aktywa tylko w krajach, gdzie mógł stworzyć telekomunikacje konwergentne fixed + mobile bazując na posiadanych już aktywach.

Wzmocnienie pozycji Vodafone w Europie CEE



Źródło: Vodafone

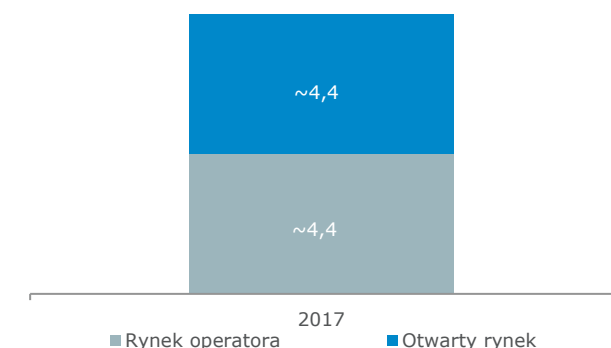
Na rynku polskim, po zakupie 33%-ego pakietu Netii, Cyfrowy Polsat zwiększył stan posiadania do 66% udziałów w maju'18. Główne powody transakcji to pozyskanie infrastruktury (Netia posiada rozbudowaną sieć szkieletową, która odciąża sieć naziemną Polkomtela od lawinowo rosnącego zużycia danych oraz zwiększa elastyczność w dalszej rozbudowie sieci). Dodatkowymi argumentami jest potencjał do sprzedaży usług B2C oraz nowy rynek (Cyfrowy działa głównie na terenach nisko zurbanizowanych, Netia - w największych miastach). Zakup Netii przez Cyfrowy oznacza kolejnego konwergentnego gracza na terenach dużych miast i aglomeracji miejskich, czyli na których Play ma najwięcej klientów. Z kolei T-Mobile podpisał z Orange Polska w zakresie hurtowego dostępu szerokopasmowego (BSA) na

obszarach nieregulowanych na sieci FTTH i zamierza komercyjnie świadczyć usługi konwergentne od 2Q'19. Współpraca ma dotyczyć budynków wielorodzinnych na obszarach nieregulowanych (teren 76 gmin wyłączonych przez UKE w 2014 r. z regulacji sieci szerokopasmowych), czyli terenów największych miast. Spodziewamy się, że Spółka może być też zainteresowana zakupem swoich aktywów stacjonarnych w Polsce. Podsumowując, w ciągu kilku miesięcy Play został jedynym graczem tylko mobilnym na polskim rynku, a na terenach, gdzie ma największą ekspozycję (duże miasta) będzie konkurować ze wszystkimi trzema pozostałymi MNO.

Nowa strategia Play

Oczekiwana przez ostatnie miesiące strategia Play została ogłoszona w poł. listopada'18. Wcześniejsze pogłoski o wejściu Play na rynek stacjonarny lub podjęcie agresywnej walki o odzyskanie prymu w pozyskaniach nowych klientów netto okazały się nieprawdziwe. Jednak Spółka nie zaskoczyła nas nowymi kierunkami rozwoju, strategia jest dość zachowawcza i jej wpływ na obecny kształt rynku telekomunikacyjnego oceniamy jako neutralny. Przedstawione plany można podsumować jako kontynuację działań prowadzonych przez Play w ostatnich latach. Spółka postuluje wysokie prawdopodobieństwo sukcesu modelu „mobile centric”, podobnie jak we wcześniejszej komunikacji. Dwie kwestie, na które Play będzie kłaść nacisk to doskonały marketing oraz efektywność kosztowa, czynniki spowodowały dotychczasowy sukces na polskim rynku. Play chce być dostawcą numer 3 B2C na rynku Internetu w Polsce. Poza terenami zurbanizowanymi, gdzie brakuje sieci stacjonarnych, Play liczy na popularność dostępu radiowego poprzez dedykowane modemy zewnętrznne (spodziewamy się, że rozwiązanie będzie przypominać rutery IDU-100 oferowane przez Cyfrowy Polsat). Play w strategii kładzie nacisk na ofertę dla rodzin, chce być dla nich czołowym dostawcą usług telekomunikacyjnych (może to oznaczać większą konkurencję z Cyfrowym Polsatem i Orange Polska). Poprawa przychodów telekomu ma nastąpić głównie poprzez sprzedaży dodatkowych usług oraz wzrost sprzedaży urządzeń. Celem Play jest sprzedaż > 2 mln urządzeń rocznie, tj. > 19% sprzedaży urządzeń na polskim rynku w 2017 r. (10,3 mln urządzeń, z czego 8,8 mln to smartfony).

Sprzedaż smartfonów w Polsce

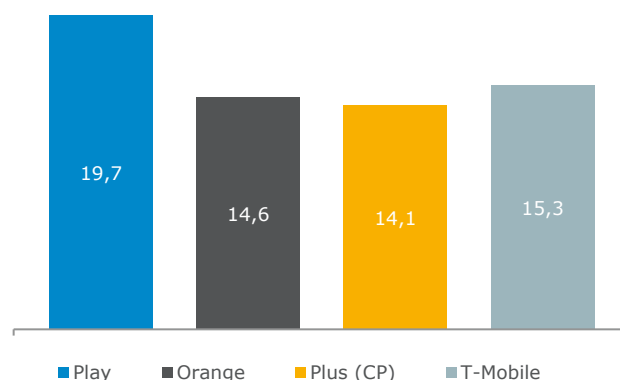


W związku z powyższym Play chce utrzymać wysoką liczbę własnych salonów sprzedaży. Spółka posiada ich dzisiaj 805, vs. ok. 740 Orange Polska, ok. 720 Cyfrowy Polsat i ok. 655 T-Mobile. Play zaprezentował także plany wdrożenia nowej generacji oferty telewizyjnej dla dużego ekranu. Play nie przedstawił wielu szczegółów dot. jego oferty wideo. Spółka ma zaoferować box TV, umożliwiającą dostęp do kanałów DVB-T i wybranych serwisów SVOD (w

tym Netflix, HBO GO i Showmax). Wysokość cen nie została jeszcze udostępniona. Trudno na tym etapie nam doszukać się wielu różnic z aplikacjami smartTV dostępnymi w nowych telewizorach. Wskazujemy też, że Play obecnie oferuje już usługi telewizyjne (Play NOW). Pozytywnie odbieramy pomysł na ofertę telewizyjną, jednak jesteśmy sceptycznie co do istotnego pozytywnego przełożenia się nowej oferty na wyniki telekomu.

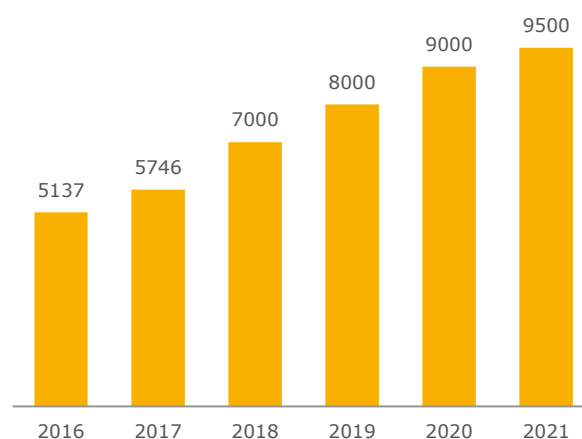
Play nastawia się na zwiększenie produktywności w sklepach i redukcję połączeń obsługi telefonicznej o 20%. Spółka chce istotnie zwiększyć swoją aktywność online, celem jest tutaj realizacja 50% transakcji klientów w kanałach internetowych. Już dziś Play ma najszerzą prezentację online wśród polskich MVO.

Ilość wizyt stron internetowych poszczególnych operatorów w Polsce (mln, wrzesień'18)



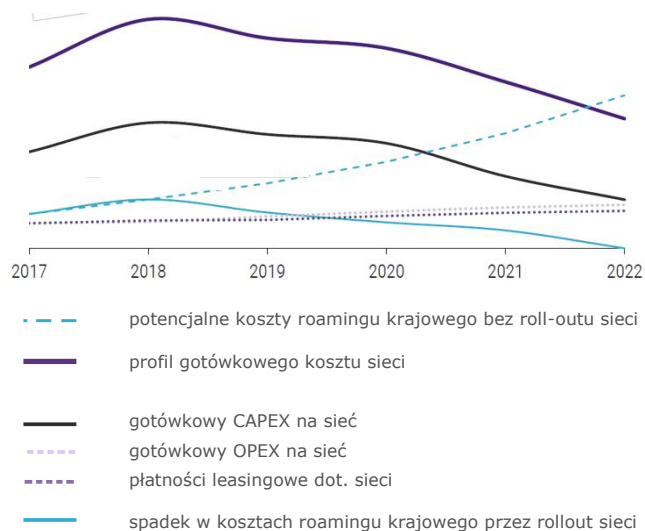
Ambitnym zadaniem jest także przekształcenie 70% klientów usług kontraktowych na użytkowników platformy Play24 oraz zachęcenie 80% klientów do korzystania z systemu e-faktur i e-płatności. Play stawia na automatyzację procesów, „bezosobową” komunikację i ograniczenie kosztów obsługi. Digitalizacja firmy przyniesie większe nakłady na wydatki IT.

Plany rozwoju sieci mobilnej Play do 2021 r. (tys.)



W zakresie inwestycji, Play będzie dalej modernizować i rozbudowywać sieć mobilną, chce osiągnąć stopniowo spadek kosztów roamingu krajowego, aż do jego całkowitego wyłączenia w 2022.

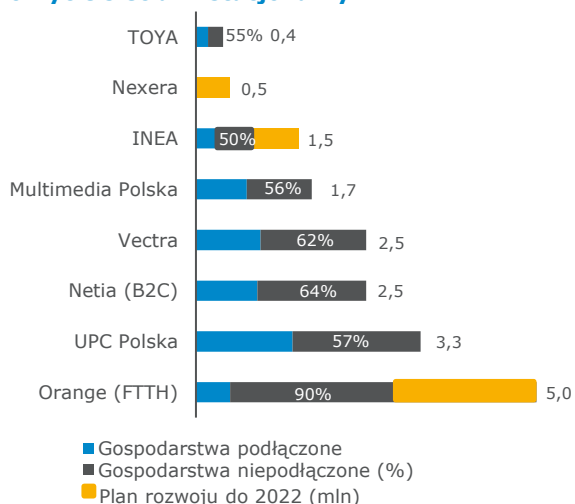
Prognoza Zarządu kosztów i nakładów na sieć w Play w okresie 2017-22



Źródło: Play

Do 2021 r. Play zapowiada CAPEX rzędu 11-13% przychodów, potem powrót do poziomu poniżej 10% przychodów. CEO Play podkreślał zainteresowanie pasmem 800 MHz, jednak w ramach rozsądnej ceny. Play komercyjny start usług 5G przewiduje na 2024 r. i wskazuje na niepewność co do terminów aukcji częstotliwości 700 MHz, 3,6 GHz oraz 26 GHz. Plan jest dość sceptycznie nastawiony do współdzielenia infrastruktury, gdyż może ona doprowadzić do ograniczenia konkurencyjności oferty telekomu. Jednak spółka zostawia sobie furtkę, nie wyklucza bowiem zawierania umów na dostęp hurtowy do sieci stacjonarnej w ramach potrzeby.

Pokrycie sieciami stacjonarnymi



Źródło: Play

Warto zwrócić uwagę, że Spółka nie odniosła się w pełni do nowych realiów na rynku. Nastawienie na konwergencję „fixed + mobile”, widoczna jest w wszystkich konkurentów Play na polskim rynku: Orange Polska, T-Mobile i Cyfrowy Polsat. Ten fakt nie powinien być zignorowany. Jednak Play zostawia sobie furtkę na przyszłe inwestycje i ewentualne umowy hurtu sieci stacjonarnych. Spodziewamy się, że Play będzie obserwować rozwój polskiego rynku telekomunikacyjnego i elastycznie modyfikować strategię, jeśli uzna to za niezbędne. W chwili obecnej rozwój

konwergencji „fixed + mobile” jest relatywnie powolny, a inwestycje w sieci stacjonarne pociągają duży CAPEX. Stąd Play pozostaje skoncentrowany na usługach mobile. Spółka przedstawiła w dość enigmatyczny sposób część finansową strategii. Play chce stopniowo zwiększać wskaźnik EBITDA w średnim terminie w okresie 2019-2022, spodziewa się też utrzymania konwersji gotówki na wysokim poziomie w porównaniu z innymi europejskimi operatorami. Play pragnie nadal zmniejszać dźwignię finansową do wskaźnika na poziomie 2,5x dług netto w stosunku do skorygowanej EBITDA na koniec 2022 r. i potwierdza wynagrodzenie dla akcjonariuszy na poziomie 40-50% FCFE.

Porównanie guidance Play do naszych prognoz

PLAY	Nasza prognoza
wzrost EBITDA	
zrównoważony wzrost wyniku EBITDA do 2022	wzrost o średnio 1,4% rocznie w latach 2018-2022
konwersja gotówki	
wysoka konwersja gotówki w porównaniu do telekomów Europejskich	wysoka, CFO = ok. 91% EBITDA w latach 2018-22
CAPEX gotówkowy / przychody	
10-13% do 2020r., poniżej 10% od 2021 r.	12,1% średnio w latach 2018-20, potem 10% bez nakładów częstotliwości
dług netto/ EBITDA (koniec roku)	
stopniowy spadek do 2,5x	2,4x na koniec 2022 r.
podział zysku z akcjonariuszami	
40-50% FCFE	średnio 47% w okresie 2019-22

Źródło: Play, Dom Maklerski mBanku

Podsumowując, inwestorzy powinni pozytywnie odczytać strategię. Chociaż Spółka nie zaprezentowała przekonującej recepty na wzrost przychodów, to zapowiedź dyscypliny kosztowej oraz braku większych inwestycji w segment mobilny implikuje wysoki FCFE w nadchodzących latach oraz dywidendę.

Co dalej z UPC Polska?

Prawdopodobne są trzy scenariusze: (1) przejęcie przez T-Mobile, (2) przejęcie Play przez UPC i (3) przejęcie UPC przez Play.

(1) Najbardziej prawdopodobnym dla nas scenariuszem jest obecnie przejęcie przez T-Mobile. Zwracamy także, że UPC sprzedał od koniec grudnia austriacką część do grupy Deutsche Telekom (EV/ EBITDA w transakcji = 6,8x), co szef grupy Deutsche Telekom skomentował jako ważny krok w stronę realizacji w pełni konwergentnego w zasięgu posiadanych sieci europejskich. Stąd uważamy, że nawet pomimo toczących negocjacji na usługę BSA na sieci FTTH of Orange Polska, T-Mobile jest zainteresowane zakupem UPC. Przypominamy, że T-Mobile zaangażował >4 mld PLN w niebotycznie drogie częstotliwości 800 MHz, gdzie trudno będzie wygenerować pozytywne NPV. Stąd zainteresowanie polskim rynkiem należy oceniać jako długoterminowe.

(2) Przejęcie Play przez UPC jest dla nas mniej realne. Grupa Libery jest naszym zdaniem skoncentrowana bardziej na rynku brytyjskim. Ponadto prezentacja na rynku polskim wymusza inwestycje w aktywa stacjonarne (konkurencja z Orange Polska). Naszym zdaniem obecna wycena Play jest w oczach głównych akcjonariuszy niska. Nie będą oni skłonni do sprzedaży walorów po takiej cenie, zwłaszcza że Play odnotował istotne spadki od IPO (pierwsze notowanie od 36 PLN).

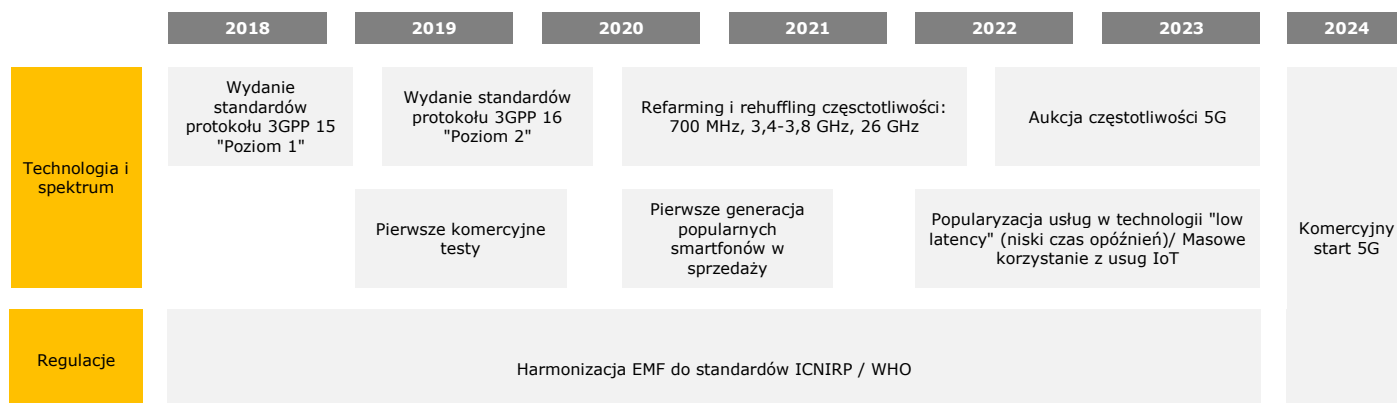
(3) Ostatni scenariusz (najmniej prawdopodobny) to przejęcie UPC przez Play. Telekom jest dziś zalewarowany na poziomie >3,0x EBITDA, więc nie ma potencjału na tak wielkie przejęcie. Ogłoszenie wielkiej emisji kapitału negatywnie wpłynęłoby na cenę walerów. Stąd, naszym zdaniem główni akcjonariusze Play nie będą zainteresowani takim wyjściem, zwłaszcza że Play ma zawsze opcję współpracy w modelu BSA z Orange Polska (taki ruch wpisywałby się zresztą w strategię wynajmowania aktywów zamiast ich budowania w Play).

Częstotliwości 5G

Aukcja częstotliwości 5G we Włoszech zakończyła się w połowie września'18 i trwała 14 dni roboczych. Pasma 700 MHz zostało rozdysponowane już drugiego dnia, jednak zacięta walka o częstotliwości 3,6-3,8 GHz trwała dalej. Włoscy operatorzy wydali w sumie 2,0 mld EUR na bloki w pasmie 700 MHz i absurdalnie wysoką kwotę 4,3 mld EUR na pasmo 3,6-3,8 GHz. Najtańsze były bloki w paśmie 26 GHz za którą wydano 163,7 mln EUR. Wydatki we włoskiej aukcji wzbudziły ryzyka inwestorów o poziom CAPEX-u na pasma w najbliższym czasie. Jednak z drugiej strony należy wskazać fińską aukcję 3,4-3,8 GHz, która przyniosła łącznie 78 mln EUR wpływów. W naszym scenariuszu bazowym nie spodziewamy się szybkiej organizacji aukcji 5G w Polsce. Po pierwsze pasma są obecnie zajęte: pasma są rozdrobione i użytkowane do 2025 r. W przypadku pasma 700 MHz przy zmianie dotychczasowego przeznaczenia pasma wymagana jest koordynacja międzynarodowa z Białorusią, Rosją i Ukrainą. Kraje te nie podały jeszcze przewidywanego terminu wprowadzenia w paśmie 700 MHz mobilnych usług szerokopasmowych. Ministerstwo Cyfryzacji deklaruje chęć

rozdysponowania pasma 700 MHz do 2020 r., jednak zastrzega że z/w na ww. kwestie koordynacji międzynarodowej termin rozdysponowania pasma może się przesunąć. Wskazujemy także na kondycję polskiego sektora (brak wzrostu przychodów, istotne zalewarowanie) oraz relatywnie niedawną aukcję 800 MHz (odbyła się w 2016 r.). Sądzymy, że rozdysponowanie pasma w najbliższym czasie jest nieopłacalne z punktu widzenia Skarbu Państwa. Dodatkowym problemem są dość restrykcyjne normy promieniowania radiowego w Polsce – promieniowanie nie może przekraczać 0,1 W na 1 mkw, kiedy to w większości krajów unijnych przepisy w tym zakresie są znacznie łagodniejsze. W niektórych przypadkach dozwolona moc anten wynosi nawet 10 W na metr, czyli jest stukrotnie wyższa niż w Polsce. Obecnie prowadzona jest kampania liberalizująca przepisy ze strony polskich operatorów, jednak jej wyniki nie są pewne. Wreszcie, by w pełni wykorzystać potencjał częstotliwości 5G potrzebne są duże inwestycje w sieci stacjonarne. Nakłady inwestycyjne niezbędne do wdrożenia sieci 5G w Polsce zależą będą od przyjętego modelu budowy tej sieci (w Narodowym Planie Szerokopasmowym zaproponowano trzy modele wdrożenia 5Gw Polsce: równoległego wdrażania sieci przez 4 największych operatorów mobilnych, wdrożenia ogólnopolskiej sieci 5G, finansowanej, a następnie współdzielonej przez 4 największych operatorów mobilnych, powołania operatora narodowego, który zapewniłby niezbędną infrastrukturę pasywną i aktywną na głównych szlakach komunikacyjnych) niemniej szacuje się, że wyniosą od 11,35 do 20,3 mld PLN. Wielkość finansowania jest zbyt duża patrząc na obecne realia sektora. Stąd, spodziewamy się, że aukcja zostanie odłożona do 2022 r. Zakładamy wtedy po 1,0 mld PLN nakładów na ¼ pasma zarówno 700 MHz i 3,5 GHz łącznie dla każdego operatora.

Prawdopodobny harmonogram budowy sieci 5G w Polsce

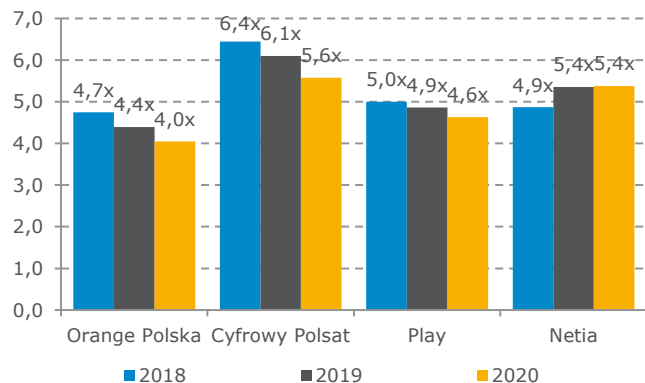


Źródło: Play

Porównanie polskich spółek telekomunikacyjnych

Na polskim rynku telekomunikacyjnym naszym faworytem jest Orange Polska. Telekom jest notowany na EV/EBITDA'19 = 4,4x, tj. na najniższym wskaźniku w całej branży, z 28% dyskontem do Cyfrowego Polsatu. Drugim preferowanym telekomem jest Play, notowany na EV/EBITDA'19 = 4,9x.

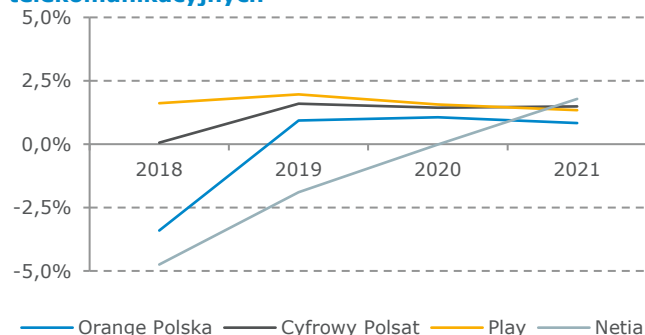
Porównanie wskaźników EV/EBITDA dla polskich spółek telekomunikacyjnych



Źródło: Dom Maklerski mBanku

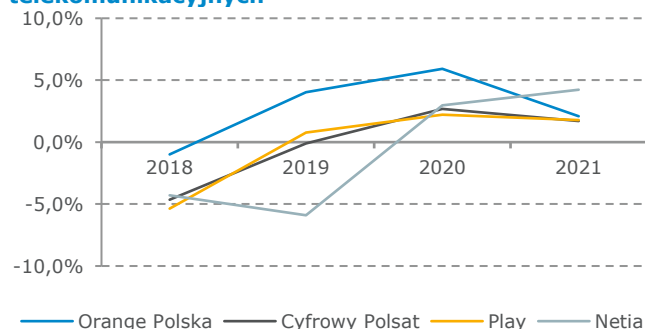
Sądzimy, że wzrost przychodów przedstawicieli sektora będzie niski: od -1,9% w przypadku Netii do +2,0% w przypadku Play. Jednak tylko w Orange Polska spodziewamy się wzrostu wyniku EBITDA R/R w 2018 r. (o 4,0%). Najwyżej wyceniony w branży Cyfrowy Polsat wykazuje spadek wyniku, co częściowo będzie wynikać z konsolidacji spadającego wyniku Netii.

Porównanie wzrostu przychodów dla polskich spółek telekomunikacyjnych



Źródło: Dom Maklerski mBanku

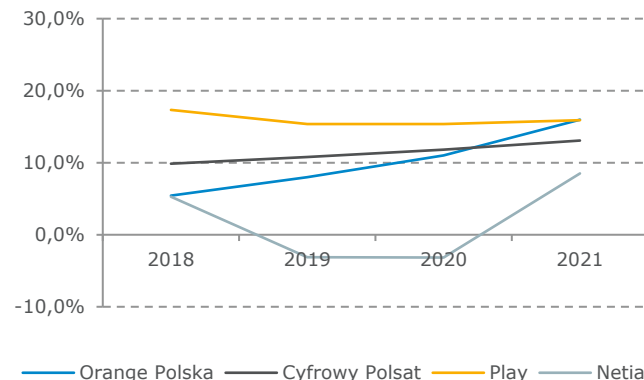
Porównanie wzrostu EBITDA dla polskich spółek telekomunikacyjnych



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Kluczowym elementem naszej analizy polskiego sektora telekomunikacyjnego jest porównanie wielkości generowanego strumienia pieniężnego i jego wzrostu w kolejnych latach. W tej kategorii najlepiej wypada Play z FCFE Yield'19 rzędu 15,7%. Orange Polska i Cyfrowy Polsat także generują relatywnie wysoki FCFE (odpowiednio 7,5% i 10,1% w 2018 r.).

Porównanie wskaźników FCFE Yield przychodów dla polskich spółek telekomunikacyjnych



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Jednak wzrost FCFE w przypadku pierwszej spółki jest najwyższy w sektorze, stąd już w 2020 r. prezentuje ona FCFE Yield rzędu 11,0%. W wszystkich telekomów pierwsze znaczące nakłady na częstotliwości zakładamy w 2022 r. (po 1,0 mld PLN dla wszystkich czterech telekomów na częstotliwości 5G).

Porównanie wzrostu FCFE dla polskich spółek telekomunikacyjnych

	2018	2019	2020	2021
Orange Polska	-38,6%	47,2%	37,9%	44,8%
Cyfrowy Polsat	-5,3%	9,4%	9,5%	10,7%
Play	11,6%	-11,3%	0,1%	3,4%
Netia	-	-	-	-

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Poza wielkością samego strumienia pieniężnego dla akcjonariuszy, ważny dla nas jest jego podział pomiędzy nakłady inwestycyjne, redukcję zadłużenia oraz wypłatę dywidendy. Najlepiej prezentuje się Play, który blisko 50% FCFE przeznaczać będzie na wypłatę dla akcjonariuszy. Największym czynnikiem ryzyka jest szybko postępująca konwergencja, która wymusi na Play inwestycje w sieci stacjonarne. Jednak spółka ma opcję w postaci umowy hurtowej z dostawcami sieci stacjonarnych (wysokie prawdopodobieństwo podpisania umowy z Orange Polska w takim przypadku).

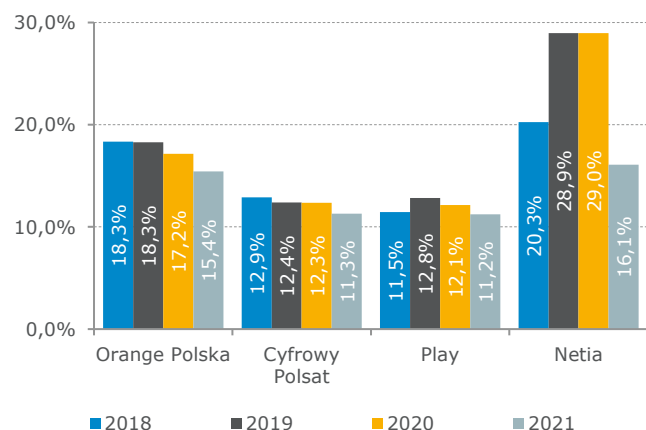
Porównanie wskaźnika DivYield dla polskich spółek telekomunikacyjnych

	2018	2019	2020	2021
Orange Polska	0,0%	0,0%	5,1%	5,1%
Cyfrowy Polsat	0,0%	1,4%	1,9%	3,3%
Play	15,5%	7,8%	7,8%	7,8%
Netia	0,0%	0,0%	0,0%	8,6%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Pozostałe telekomony nie dzielą się w istotnym stopniu dywidendą z akcjonariuszami. Zwracamy uwagę, że Cyfrowy Polsat pomimo przyjętej polityki, nie wypłacił dywidendy w 2018 r.

Porównanie wskaźników CAPEX/ przychody ze sprzedaży dla polskich spółek telekomunikacyjnych



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wysokie dywidendy w Play przekładają się na dość wolne tempo odlewarowywania. Spółka wypada tutaj najgorzej w całej branży. Kiedy w 2020 r, spodziewamy się spadku poziomu długu netto/ EBITDA poniżej 2,0x w Cyfrowym Polsacie i Orange Polska, Play powinien zanotować 2,8x. Warto podkreślić większe ryzyko kredytowe w przypadku inwestycji w Play niż w przypadku konkurentów.

Porównanie poziomów zadłużenia polskich spółek telekomunikacyjnych

	2018	2019	2020	2021
Orange Polska	2,4x	2,2x	1,9x	1,7x
Cyfrowy Polsat	2,7x	2,3x	2,0x	1,7x
Play	3,1x	2,9x	2,8x	2,6x
Netia	0,6x	0,8x	1,0x	1,0x

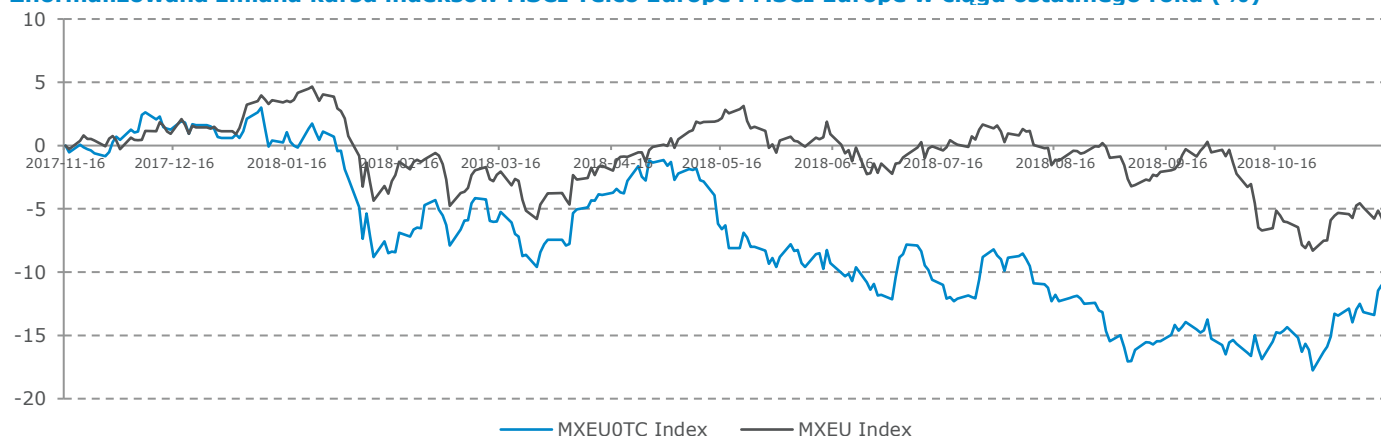
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Sektor telco w Europie pod presją

W ciągu ostatniego roku europejski sektor telekomunikacyjny zachowywał się gorzej od szerokiego rynku: w ciągu 12 miesięcy indeks MSCI Europe Telco spadł o 11,0% vs. -7,8% MSCI Europe. Niemniej jednak, w

ostatnich tygodniach widoczny jest lepszy performance telekomów vs. szeroki indeks.

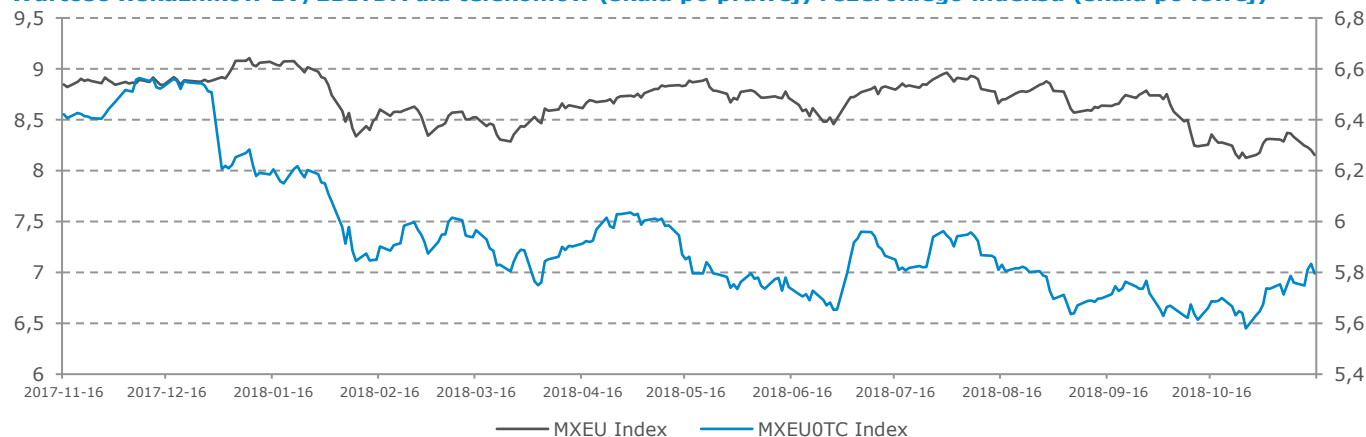
Znormalizowana zmiana kursu indeksów MSCI Telco Europe i MSCI Europe w ciągu ostatniego roku (%)



Źródło: Bloomberg

Obecnie telekom europejskie są handlowane na wskaźniku EV/EBITDA (wskaźnik Blended Forward) = 5,9x vs. wskaźnik 8,6x dla szerokiego rynku.

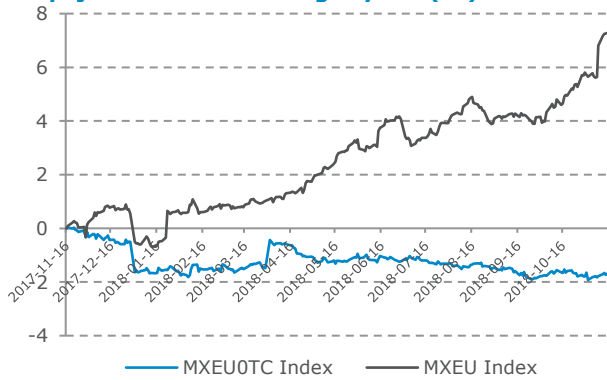
Wartość wskaźników EV/EBITDA dla telekomów (skala po prawej) i szerokiego indeksu (skala po lewej)



Źródło: Bloomberg

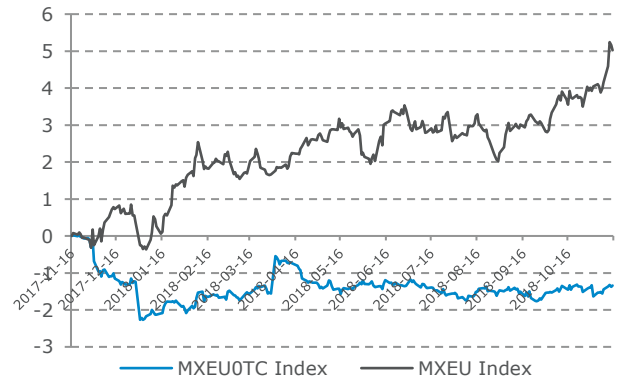
Powodem jest presja cenowa wywołana intensywniejszą konkurencją oraz obniżaniem cen usług przez operatorów tylko mobilnych, tak by zachować konkurencyjność względem telekomów zintegrowanych. Dodatkowo na wyceny telekomów wpłynęła (2) trwająca niepewność regulacyjna (3) oraz niewielkie możliwości do ograniczania wydatków inwestycyjnych. Rynek dyskontuje zwłaszcza napięty harmonogram wydatków inwestycyjnych na częstotliwości 700 Mhz i 3,4-3,8 GHz.

Zmiana prognozy na przychody dla telekomów europejskich i dla szerokiego rynku (%)



Źródło: Bloomberg

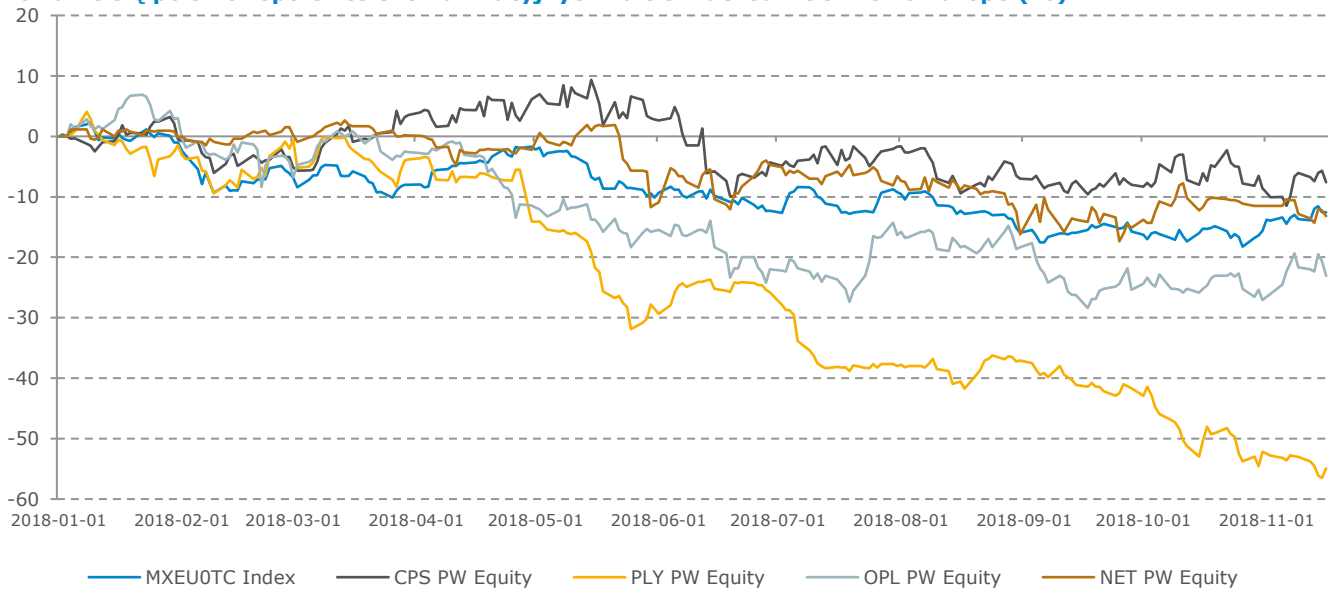
Zmiana prognozy na wynik EBITDA dla telekomów europejskich i dla szerokiego rynku (%)



Źródło: Bloomberg

Od początku roku telekomy polskie radziły sobie słabiej niż telekomy europejskie. Notowania Play spadły aż o 47%, Orange Polska o 15%, Netii o 13%. Na tym tle relatywnie dobrze wypada Cyfrowy Polsat, który stracił od początku roku blisko 9%.

Zachowanie się polskich spółek telekomunikacyjnych na tle indeksu MSCI Telko Europe (%)



Źródło: Bloomberg

poniedziałek, 26 listopada 2018 | aktualizacja raportu

Cyfrowy Polsat: trzymaj (obniżona)

CPS PW; CPS.WA | TMT, Polska

Wymagająca wycena w porównaniu do konkurentów

Notowania Cyfrowego Polsatu pozytywnie odznaczają się na tle konkurentów: od początku roku walory straciły tylko 9% vs. spadki 47% w PLY, 15% w OPL i 13% w NET oraz 11% szeroki rynek. Obecnie Spółka notowana jest na EV/EBITDA'19 = 6,1x, tj. z 7% premią do spółek porównywalnych i najwyższej w polskim sektorze telekomunikacyjnym. Tymczasem spodziewamy się lekkiego spadku wyniku EBITDA* w 2019 r. R/R vs. wzrost o 0,8% w PLY i +4,0% w OPL, a FCFE Yield jest wysoki jednak nie wyróżnia się istotnie na tle konkurentów (FCFE'19/'20 = 10,8%/11,8% vs. OPL 7,5%/10,1% i PLY 15,7%/15,7%) na tyle by uzasadnić 39% premię do OPL i 26% do PLY. Dodatkowo Spółka nie wypłaciła dywidendy za 2017 r., pomimo przyjętej polityki dywidendowej (uważamy, że wypłata 200 mln PLN, tj. 0,06x EBITDA nie nadwyrężyłaby sytuacji kredytowej, zwłaszcza patrząc na wysoką generację gotówki i szeroką bazę posiadanych aktywów). Nie przewidujemy też, żeby dywidenda do 2020 r. włącznie była wyższa niż 2,0%, zwłaszcza że Cyfrowy może być skłonny do przejęcia pakietu 34% akcji Netii nad którym nie ma kontroli (ok. 660 mln PLN wydatku jeśli wezwanie odbędzie się do paź'19). Pozytywnie podchodzimy do decyzji CPS o zwiększeniu pojemności swojej sieci, co jest ważne w warunkach rosnącego w tempie >50% R/R zużycia danych per użytkownik w sieciach mobilnych i o szybkim wyjściu na rynek z ofertą konwergentną „fixed + mobile” już od poł. czerwca'18. Jednak zakładaliśmy, że elementem wyróżniającym Cyfrowy na polskim rynku będzie unikalna oferta Ligii Mistrzów. Spółka zdecydowała się na bezpieczniejszy model monetyzacji praw do mistrzostw, udostępniając kontent dla głównej konkurencji nC+. Aktualizujemy nasz model finansowy i nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 23,20 PLN, co implikuje tylko 3% potencjał wzrostowy. Stąd obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne do trzymaj.

Wyniki za 3Q'18

Cyfrowy zaraportował w 3Q'18 wyniki zgodne z oczekiwaniami. Wynik EBITDA w MSR18 bez wpływu Netii wyniósł 849 mln PLN i był stabilny R/R. Nieco negatywnie zaskoczył nas zestaw KPIs. Z jednej strony widoczny jest powrót ARPU per klient do wzrostów (+1,9% R/R w MSR18 — duża zmiana po 4 ostatnich kwartałach bez wzrostów), jednak Spółka nie zaraportowała wzrostu RGUs płatnej TV bez Multiroomu (częściowo efekt braku sprzedaży ofert iPLA w sezonie wakacyjnym'18). Zakładaliśmy, że Cyfrowy wykorzysta dostęp do Ligii Mistrzów i będzie przejmować abonentów konkurencyjnych platform TV, jednak Spółka zdecydowała się na bezpieczniejszy model (zapewniła płatny dostęp do mistrzostw dla abonentów konkurencji).

Pytanie o wzrost segmentu reklamowego

W październiku'18 oglądalność kanału głównego Polsat wyniosła w prime time 12,17%, co oznacza spadek o 1,98 p.p. R/R. W tym samym czasie konkurencyjny TVN odnotował wzrost R/R o 0,78 p.p. Jesienna ramówka Polsatu nie odnosi sukcesów, co budzi pytanie o wysokość wzrostów obrotów z reklamy w 4Q'18.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	9 730	9 829	10 750	11 458	11 623
EBITDA	3 641	3 617	3 674	3 810	3 912
marża EBITDA	37,4%	36,8%	34,2%	33,3%	33,7%
EBIT	1 669	1 834	1 695	1 825	2 018
Zysk netto	1 041	981	987	1 111	1 337
P/E	13,8	14,7	14,5	13,0	10,8
P/CE	4,8	5,2	4,7	4,6	4,5
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,0	6,9	6,4	6,1	5,6
DPS	0,00	0,32	0,00	0,32	0,43
DYield	0,0%	1,4%	0,0%	1,4%	1,9%

* proforma z Netia w MSSF15

Cena bieżąca	22,50 PLN
Cena docelowa	23,20 PLN
Kapitalizacja	14,4 mld PLN
Free float	6,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	23,07 mln PLN

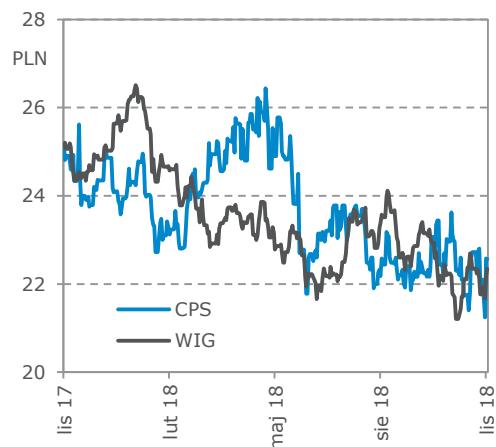
Struktura akcjonariatu

Zygmunt Solorz-Zak	57,34%
Pozostali	42,66%

Profil spółki

Grupa CPS jest wiodącą grupą medialną w Polsce, w skład której wchodzi największa w Polsce i czwarta co do wielkości w Europie platforma satelitarna (3,9 mln użytkowników) oraz Telewizja Polsat – wiodący nadawca komercyjny w Polsce z oglądalnością na poziomie 24,4% w 3Q'18. W roku 2014 CPS zakończył proces akwizycji spółki Polkomtel, jednego z głównych polskich operatorów sieci cyfrowej telefonii komórkowej z zasięgiem na poziomie 96% kraju, spółka ma > 7,2 mln RGUs z telefonii komórkowej.

Kurs akcji CPS na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Cyfrowy Polsat	23,20	24,90	trzymaj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Cyfrowy Polsat	22,50	23,20

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
	Przychody	-0,2%	-0,4%
EBITDA	+0,5%	-2,6%	-1,6%
Zysk netto	-9,9%	-13,9%	-7,1%

Analityk:

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl

Wycena

Wartość spółki Cyfrowy Polsat szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 23,20 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	19,37
Wycena DCF	50%	24,29
	cena wynikowa	21,81
	cena docelowa za 9 m-cy	23,20

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Cyfrowego Polsatu w okresie 2018-2027.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wyznaczamy na poziomie 0,0%.
- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan długu netto na koniec 2017 r., czyli 11,6 mld PLN (po zakupie 66% kapitałów Netii).
- Uwzględniamy wartość kapitałów mniejszości (w większości to pozostałe 34% Netii za 757 mln PLN).

Model DCF

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027+
Przychody ze sprzedaży	11 278	11 458	11 623	11 796	11 965	12 130	12 291	12 452	12 616	12 787	
zmiana		1,6%	1,4%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	
EBITDA	3 815	3 810	3 912	3 978	4 017	4 048	4 073	4 095	4 117	4 139	
marża	33,8%	33,3%	33,7%	33,7%	33,6%	33,4%	33,1%	32,9%	32,6%	32,4%	
EBIT	1 728	1 825	2 018	2 188	2 322	2 425	2 493	2 552	2 610	2 699	
marża EBIT	15,3%	15,9%	17,4%	18,5%	19,4%	20,0%	20,3%	20,5%	20,7%	21,1%	
Opodatkowanie EBIT	328	347	383	416	441	461	474	485	496	513	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	1 400	1 478	1 635	1 772	1 881	1 964	2 019	2 067	2 114	2 186	
Amortyzacja	2 086	1 985	1 894	1 791	1 695	1 623	1 580	1 543	1 507	1 440	
CAPEX	-1 453	-1 420	-1 435	-1 331	-2 335	-2 998	-1 360	-1 797	-1 915	-1 440	
Kapitał obrotowy	-207	-145	-122	-93	-83	-83	-83	-83	-93	-105	
FCF	1 826	1 899	1 972	2 139	1 158	506	2 156	1 730	1 613	2 082	2 082
WACC	6,9%	6,7%	6,9%	7,1%	7,1%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%
współczynnik dyskonta	100,0%	98,5%	92,3%	86,4%	80,7%	75,3%	70,4%	65,8%	61,3%	57,2%	57,2%
PV FCF	1 798	1 753	1 703	1 725	872	356	1 418	1 061	923	1 110	1 110
WACC	6,9%	6,7%	6,9%	7,1%	7,1%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	41,5%	38,1%	34,1%	29,6%	29,5%	31,9%	29,0%	27,4%	26,3%	25,2%	25,2%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	0,0%
Wartość rezydualna (TV)	28 542
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	15 217
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	12 719
Wartość firmy (EV)	27 937
Dług netto (2017 r.)	11 604
Inne aktywa nieoperacyjne	0
Udziałowcy mniejszościowi	797,4
Wartość firmy	15536
Liczba akcji (mln)	639,5
Wartość firmy na akcję (PLN)	24,3
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	25,8
EV/EBITDA('18) dla ceny docelowej	
P/E('18) dla ceny docelowej	7,3
Udział TV w EV	15,7

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC +1,0 p.p.	18,2	19,3	20,6	22,0	23,7
WACC +0,5 p.p.	20,2	21,6	23,1	24,8	26,7
WACC	22,6	24,1	25,8	27,8	30,2
WACC -0,5 p.p.	25,2	27,0	29,0	31,4	34,2
WACC -1,0 p.p.	28,1	30,2	32,7	35,5	38,9

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy jedynie na wskaźniku EV/EBITDA z następujących względów:

- (1) Zysk netto Cyfrowego Polsatu jest zaniżony przez amortyzację związaną z przejęciem przez Polkomtel spółki matki (Spartan).
- (2) EV/EBITDA jest właściwym wskaźnikiem do wyceny spółek z dużymi nakładami inwestycyjnymi, takimi jak telekomunikacja ze względu na różny poziom amortyzacji w spółkach.

W latach 2018, 2019 i 2020 przyjmujemy równe wagi. Wskaźnik EV/EBITDA skonstruowaliśmy wając mediany wskaźników dla spółek porównywalnych według ilości zysku EBITDA generowanego dla odpowiednich segmentów nowej spółki (w tym wskaźnik dla telekomunikacji skonstruowaliśmy biorąc pod uwagę telekomunikację zachodnie i telekomunikację z regionu CEE po 50%). Wycenę bazujemy na wynikach proforma i wielkości długu w przypadku przejęcia 66% udziałów w Netii po 5,77 PLN na akcję. Do długu netto wliczamy mniejszości Netii wycenione także po 5,77 PLN za akcję.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Spółki telekomunikacyjne						
BT GROUP PLC	5,2	5,3	5,3	9,4	9,8	9,8
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	6,1	5,8	5,4	16,2	13,9	12,5
ILIAD SA	5,6	5,3	4,8	17,2	16,4	13,4
KONINKLIJKE KPN NV	7,7	7,6	7,4	21,9	19,2	17,5
ORANGE	5,7	5,5	5,4	13,9	12,8	11,7
TALKTALK TELECOM GROUP	9,3	8,4	7,9	31,1	21,9	16,9
TELE2 AB-B SHS	11,8	9,5	9,4	19,7	18,1	16,3
TELECOM ITALIA SPA	4,9	4,9	4,9	9,6	7,5	7,1
TELEFONICA SA	6,0	6,0	6,0	10,5	10,1	9,4
TELEKOM AUSTRIA AG	4,9	4,8	4,8	13,9	10,5	9,5
TELENOR ASA	6,0	5,9	5,8	16,2	16,0	15,3
VODAFONE GROUP PLC	5,3	5,5	5,3	16,1	16,7	14,4
(1) Mediana	5,8	5,6	5,4	16,1	15,0	13,0
ORANGE POLSKA SA	4,8	4,5	4,3	-	98,2	27,7
TURK TELEKOMUNIKASYON AS	4,0	3,6	3,3	-	6,6	4,4
TURKCELL ILETISIM HIZMET AS	4,9	4,2	3,9	12,9	8,1	6,3
O2 CZECH REPUBLIC AS	7,1	7,1	7,1	12,6	12,7	13,2
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	4,2	4,2	4,2	10,1	10,0	10,0
PLAY COMMUNICATIONS SA	5,1	5,0	4,8	5,6	5,3	5,0
NETIA SA	5,0	4,9	4,8	36,7	35,3	29,9
HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA	4,5	4,4	4,3	17,7	14,7	12,9
(2) Mediana	4,9	4,5	4,3	12,8	11,3	11,5
Średnia (1) i (2)	5,3	5,1	4,9	14,4	13,1	12,2

Operatorzy DTH

COMCAST CORP-CLASS A	7,9	7,4	6,9	14,6	13,4	11,8
SHAW COMMUNICATIONS INC-B	8,2	7,7	7,3	22,6	18,1	16,7
COGECO CABLE INC	6,7	6,2	6,1	10,5	10,2	9,7
LIBERTY GLOBAL PLC-A	7,3	7,4	7,3	-	139,9	30,5
DISH NETWORK CORP-A	9,8	11,4	13,0	10,0	12,5	16,7
SKY PLC	15,7	14,6	13,2	26,7	23,3	21,6
Mediana	8,1	7,6	7,3	14,6	15,8	16,7

Nadawcy telewizyjni

M6-METROPOLE TELEVISION	5,2	5,3	5,1	11,3	10,9	10,7
ITV PLC	8,7	8,9	8,3	10,0	10,4	9,6
RTL GROUP	7,2	7,0	6,9	11,6	11,3	10,9
MEDIASET SPA	4,0	4,2	4,1	18,2	11,8	10,1
PROSIEBEN SAT.1 MEDIA AG-PRF	6,9	7,0	6,6	8,2	8,6	7,9
ATRESMEDIA CORP DE MEDIOS DE	7,0	6,8	6,8	8,4	8,3	8,3
MODERN TIMES GROUP-B SHS	12,7	11,4	10,1	19,7	17,6	15,3
TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)	4,8	4,1	3,8	13,4	9,8	9,2
Mediana	6,9	6,9	6,7	11,4	10,7	9,8



Średni ważony wskaźnik	6,0	5,7	5,5	13,9	13,0	12,3
Cyfrowy Polsat	6,4	6,1	5,6	14,5	13,0	10,8
premia / dyskonto	8,2%	7,0%	1,7%	4,6%	-0,3%	-12,5%
Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	18,4	18,9	20,8	21,5	22,6	25,7
Waga wskaźnika	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Wartość firmy na akcję (PLN)	19,4					

Rachunek wyników

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	9 730	9 829	10 750	11 458	11 623	11 796	11 965
zmiana	-0,9%	1,0%	9,4%	6,6%	1,4%	1,5%	1,4%
EBIT	1 669	1 834	1 695	1 825	2 018	2 188	2 322
marża	17,2%	18,7%	15,8%	15,9%	17,4%	18,5%	19,4%
EBITDA	3 641	3 617	3 674	3 810	3 912	3 978	4 017
marża	37,4%	36,8%	34,2%	33,3%	33,7%	33,7%	33,6%
Koszty finansowe	-566	-509	-412	-381	-342	-323	-323
Inne	-70	7	0	0	0	0	0
Zysk brutto	1 033	1 335	1 282	1 444	1 676	1 864	1 999
marża	10,6%	13,6%	11,9%	12,6%	14,4%	15,8%	16,7%
Podatek	-12	-390	-318	-316	-319	-354	-380
Zyski mniejszości	-20	-35	23	17	21	24	26
Zysk netto	1 041	981	987	1 111	1 337	1 486	1 593
marża	10,7%	10,0%	9,2%	9,7%	11,5%	12,6%	13,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5
EPS	1,63	1,53	1,54	1,74	2,09	2,32	2,49
CEPS	4,71	4,32	4,64	4,84	5,05	5,12	5,14
ROAE	9,2%	8,4%	7,7%	8,0%	9,0%	9,3%	9,4%
ROAA	3,8%	3,5%	3,4%	3,8%	4,6%	5,1%	5,4%



Rachunek wyników proforma

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	11 252	11 271	11 278	11 458	11 623	11 796	11 965
zmiana	-1,3%	0,2%	0,1%	1,6%	1,4%	1,5%	1,4%
EBIT	1 695	1 906	1 728	1 825	2 018	2 188	2 322
marża	15,1%	16,9%	15,3%	15,9%	17,4%	18,5%	19,4%
EBITDA	4 067	4 000	3 815	3 810	3 912	3 978	4 017
marża	36,1%	35,5%	33,8%	33,3%	33,7%	33,7%	33,6%
Koszty finansowe	-643	-506	-415	-381	-342	-323	-323
Inne	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	1 051	1 399	1 314	1 444	1 676	1 864	1 999
marża	9,3%	12,4%	11,6%	12,6%	14,4%	15,8%	16,7%
Podatek	-156	-419	-324	-316	-319	-354	-380
Zyski mniejszości	0	0	23	17	21	24	26
Zysk netto	896	981	989	1 111	1 337	1 486	1 593
marża	8,0%	8,7%	8,8%	9,7%	11,5%	12,6%	13,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5
EPS	1,40	1,53	1,55	1,74	2,09	2,32	2,49
CEPS	5,11	4,81	4,81	4,84	5,05	5,12	5,14
ROAE	7,0%	7,7%	7,7%	8,0%	9,0%	9,3%	9,4%
ROAA	3,0%	3,3%	3,4%	3,8%	4,6%	5,1%	5,4%

Bilans

(mIn PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
AKTYWA	27 729	27 756	29 664	29 045	28 648	29 267	30 087
Majątek trwały	23 959	23 825	25 097	24 535	24 077	23 757	24 538
Majątek obrotowy	3 770	3 932	4 566	4 510	4 571	5 510	5 550
Krótkoterminowe aktywa programowe	192	252	296	301	303	304	306
Zapasy	279	284	315	320	322	324	325
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	1 688	1 983	2 170	2 240	2 300	2 333	2 356
Pozostałe	286	251	697	697	697	697	697
Środki pieniężne	1 326	1 162	1 088	952	949	1 852	1 866
PASYWA	27 729	27 756	29 664	29 045	28 648	29 267	30 087
Kapitał własny	11 300	12 074	13 484	14 390	15 449	16 601	17 451
Jednostki niekontrolujące	78	43	777	795	815	839	865
Zobowiązania długoterminowe	12 671	11 724	11 365	9 885	8 465	7 965	7 965
Dług	11 159	10 286	9 890	8 410	6 990	6 490	6 490
Inne zobowiązania	1 511	1 438	1 474	1 474	1 474	1 474	1 474
Zobowiązania krótkoterminowe	3 681	3 916	4 038	3 976	3 919	3 862	3 806
Dług	1 317	1 394	1 401	1 401	1 401	1 401	1 401
Zobowiązania handlowe	1 570	1 727	1 821	1 676	1 535	1 393	1 251
Pozostałe	794	794	816	899	983	1 068	1 154
Dług	12 477	11 680	11 291	9 811	8 391	7 891	7 891
Dług netto	11 151	10 518	10 203	8 859	7 442	6 039	6 025
(Dług netto / Kapitał własny)	1,0	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3
(Dług netto / EBITDA)	3,06	2,91	2,67*	2,33	1,90	1,52	1,50
BVPS	17,7	18,9	21,1	22,5	24,2	26,0	27,3

* zakładając przejęcie kontroli nad Netią na koniec 2017 r.

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P*	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	2 885	2 941	3 285	3 350	3 472	3 531	3 554
Zysk netto	1 021	945	989	1 128	1 358	1 510	1 619
Amortyzacja	1 972	1 783	2 086	1 985	1 894	1 791	1 695
Odsetki	542	432	416	381	342	323	323
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	-650	-219	-207	-145	-122	-93	-83
Przepływy inwestycyjne	-1 003	-1 573	-1 453	-1 420	-1 435	-1 331	-2 335
CAPEX	-859	-860	-1 453	-1 420	-1 435	-1 331	-2 335
Pozostałe	-145	-714	0	0	0	0	0
Przepływy finansowe	-2 071	-1 528	-1 136	-2 066	-2 040	-1 297	-1 206
Zmiana długu	-925	-849	-400	-1 593	-1 420	-500	0
Emisja akcji	0	0	0	0	0	0	0
Dywidendy/buy-back	0	-205	0	-205	-278	-474	-882
Pozostałe	-1 146	-474	-736	-268	-342	-323	-323
Zmiana stanu środków pieniężnych	-190	-160	n/a	-136	-3	903	13
Środki pieniężne na koniec okresu	1 326	1 162	1 088	952	949	1 852	1 866
DPS (PLN)	0,00	0,32	0,00	0,32	0,43	0,74	1,38
FCFE	1 484	1 649	1 416	1 548	1 695	1 877	896
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	8,8%	8,7%	11,4%**	12,4%	12,3%	11,3%	19,5%

* zakładając przejęcie kontroli nad Netią na koniec 2017 r.

** pomijając wpływ zakupu Eleven Sports

Wskaźniki rynkowe

	2016	2017	2018P*	2019P*	2020P*	2021P*	2022P*
P/E	13,8	14,7	14,5	13,0	10,8	9,7	9,0
P/CE	4,8	5,2	4,7	4,6	4,5	4,4	4,4
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
P/S	1,5	1,5	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
FCFE Yield	10,3%	11,5%	9,8%	10,8%	11,8%	13,0%	6,2%
EV/EBITDA	7,0	6,9	6,4	6,1	5,6	5,1	5,1
EV/EBIT	15,3	13,6	14,2	12,7	10,8	9,3	8,8
EV/S	2,6	2,5	2,2	2,0	1,9	1,7	1,7
DYield	0,0%	1,4%	0,0%	1,4%	1,9%	3,3%	6,1%
Cena (PLN)	22,50	22,50	22,50	22,50	22,50	22,50	22,50
Liczba akcji na koniec roku (mln)	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5
MC (mln PLN)	14 390	14 390	14 390	14 390	14 390	14 390	14 390
EV (mln PLN)	25 540	24 908	24 593	23 249	21 832	20 429	20 415

*proforma (zakładając przejęcie kontroli nad Netią na koniec 2017 r.)

poniedziałek, 26 listopada 2018 | aktualizacja raportu

Netia: trzymaj (podtrzymana)

NET PW; NET.WA | Telekomunikacja, Polska

Negatywny FCFE, ale szansa na wezwanie

Trendy wynikowe Netii w ciągu 9M'18 uległy poprawie: wynik EBITDA spadł o 5,0% R/R vs. -10,2% rok wcześniej (szacujemy spadek o 4,3% w całym roku), a Spółka generuje relatywnie wysoki CFO (357,3 mln PLN) w 4Q'17-3Q'18. Z drugiej strony całość wygenerowanego strumienia gotówki będzie w najbliższych latach przeznaczana na kontynuację planu modernizacji sieci (Spółka chce mieć w zasięgu nowoczesnej sieci 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r.). Stąd FCFE szacujemy na poziomie -61 mln PLN/ -65 mln PLN. W dodatku nie spodziewamy się wypłaty dywidendy z Netii w najbliższych latach (Cyfrowy Polsat po przejęciu pakietu kontrolnego w Netii, zadeklarował już brak chęci wypłaty dywidendy). Co więcej, plany polskich telekomów (pokrycie siecią światłowodową >5 mln gospodarstw domowych do 2020 r. w Orange Polska, wprowadzenie oferty konwergentnej fixed + mobile w 2Q'19 przez T-Mobile) mogą przelożyć się na zwiększenie tempa inwestycji w sieci i podnieść stan zadłużenia Spółki (0,6 x EBITDA na koniec 3Q'18). Ze względu na powyższe walory Netii notowanej na poziomie EV/EBITDA'18/-19 = 4,9x/5,4x uznajemy za mało atrakcyjne, porównując je zwłaszcza do Orange Polska (EV/EBITDA'18/19 = 4,7x/4,4x, co implikuje odpowiednio 3%/22% premię). Z drugiej strony głównym argumentem za inwestycją w Netię jest potencjalne wezwanie na resztę pakietu przez Cyfrowy Polsat. Po aktualizacji modelu finansowego, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 4,70 PLN i podtrzymujemy neutralne podejście do Netii.

Wezwanie na resztę akcji przez Cyfrowy Polsat

Cyfrowy Polsat kontroluje obecnie 65,98% liczby akcji. W dniu 2 października'18 Cyfrowy nabył 58,7 mln akcji Netii od Karswell Limited (podmiotu kontrolowanego przez Zygmunta Solorza-Żaka) po 5,77 PLN. Cena ta obowiązuje do 1 października'19 na pozostałe walory Netii w ewentualnym wezwaniu, co oznaczałoby wydatek rzędu blisko 660 mln PLN dla Cyfrowego. Na chwilę obecną trudno jednoznacznie ocenić intencje przejmującego. Wydaje się, że Cyfrowy może być skłonny do przeprowadzenia wezwania przed paź'19, biorąc pod uwagę plany oferty konwergentnej T-Mobile od 2Q'19, czas potrzebny na integrację dwóch spółek oraz chęć szybszej realizacji synergii z zakupu Netii.

Poprawa w 3Q'18, zwłaszcza na usł. szerokopasmowych

Przychody z usług szerokopasmowych w 3Q'18 wyniosły 144,9 mln PLN. ARPU było nieco niższe od zakładanego przez nas, jednak warto zwrócić uwagę na liczbę abonentów – po raz pierwszy od wielu kwartałów spółce udało się wygenerować wzrost liczby abonentów na własnej sieci (+1,5 tys. w okresie), dzięki mniejszej erozji klientów na liniach nie-NGA. Erozja klientów w systemie BSA, jak i LLU była niższa Q/Q. Z kolei koszty COGS były nieco niższe od naszych założeń dzięki dalszym oszczędnościom na wydatkach na sieć, widoczna była też dalsza erozja kosztów osobowych (49,9 mln PLN w 3Q'18 vs. 53,0 mln PLN w 2Q'18). Dodatkowo, warto zwrócić uwagę na relatywnie wysoki CFO wygenerowany przez Spółkę w kwartale: 94,1 mln PLN vs. 96,6 mln PLN w 3Q'17. Po 9M'18 Spółka wygenerowała 277,5 mln PLN vs. 267,0 mln PLN rok wcześniej.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 522,0	1 442,5	1 374,0	1 348,0	1 347,8
EBITDA	426,4	383,5	367,0	345,3	355,6
marża EBITDA	28,0%	26,6%	26,7%	25,6%	26,4%
EBIT	25,2	71,9	85,1	74,3	90,1
Zysk netto	32,7	35,5	66,7	50,2	60,5
P/E	48,1	44,2	23,6	31,3	25,9
P/BV	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,2	4,8	4,9	5,4	5,4
DPS	0,39	0,20	0,00	0,00	0,00
DYield	8,5%	4,3%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	4,66 PLN
Cena docelowa	4,70 PLN
Kapitalizacja	1 571 mln PLN
Free float	362 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,14 mln PLN

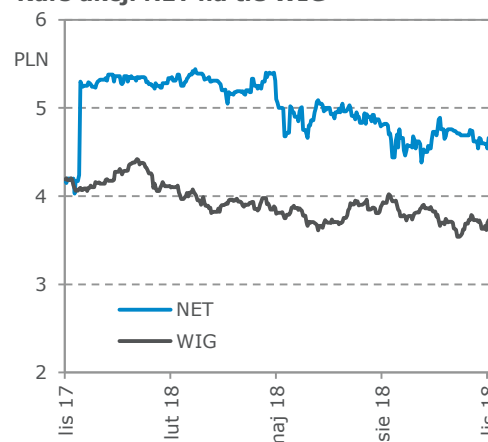
Struktura akcjonariatu

Cyfrowy Polsat	65,98%
FIP 11 FIZ AN	5,70%
OFE PZU	5,26%
Pozostali	23,06%

Profil spółki

Netia jest największym w Polsce operatorem alternatywnym w telefonii stacjonarnej. Na koniec 3Q'18 Netia posiadała 953 tys. klientów stacjonarnych usług głosowych oraz 611 tys. klientów szerokopasmowego dostępu do Internetu. Swoje usługi Netia świadczy zarówno w oparciu o własną infrastrukturę (około 59,7% klientów usług telefonicznych i 66,4% klientów usług internetowych) jak i o regulowany dostęp hurtowy zapewniany przez m.in. przez Orange Polska.

Kurs akcji NET na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Netia	4,70	4,30	trzymaj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Netia	4,66	4,70

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
	Przychody	-1,4%	-1,7%
EBITDA	-56,2%	-0,2%	+0,7%
Zysk netto	+80,2%	+63,4%	+72,5%

Analitik:

Paweł Szpigiel
+48 22 460 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl

Wycena

Wartość spółki Netia szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Netia szacujemy w perspektywie 9-ciu miesięcy na poziomie 4,70 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	4,49
Wycena DCF	50%	4,34
	cena wynikowa	4,42
	cena docelowa za 9 m-cy	4,70

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Netii w latach 2018-2027.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Wyznaczamy tempo wzrostu FCF po okresie prognozy na poziomie 0,0%.

- W wycenie DCF używamy estymacji długu netto na koniec 2017 r. w wysokości 252,6 mln PLN.
- W okresie rezydualnym zakładany CAPEX jest równy amortyzacji.

Model DCF

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027+
Przychody ze sprzedaży	1 374	1 348	1 348	1 372	1 400	1 429	1 459	1 489	1 521	1 555	
zmiana	-4,7%	-1,9%	0,0%	1,8%	2,1%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,3%	
EBIT	85,1	74,3	90,1	105,8	112,9	119,9	130,1	148,3	166,5	192,3	
marża EBIT	6,2%	5,5%	6,7%	7,7%	8,1%	8,4%	8,9%	10,0%	10,9%	12,4%	
Opodatkowanie EBIT	3,7	14,1	17,1	20,1	21,5	22,8	24,7	28,2	31,6	36,5	
NOPLAT	15,9	60,2	72,9	85,7	91,5	97,2	105,4	120,1	134,8	155,8	
D&A	70,2	271,0	265,5	264,9	265,0	264,9	262,4	251,8	241,7	225,2	
CAPEX	-77,5	-390,2	-390,2	-220,6	-211,2	-206,9	-211,2	-215,6	-220,2	-225,2	
Kapitał obrotowy	0,3	8,2	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,7	-2,1	-2,0	-3,3	
FCF	8,9	-50,8	-52,4	129,7	145,1	155,0	155,9	154,2	154,3	152,5	152,5
WACC	7,9%	7,8%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%
współczynnik dyskonta	1,01	1,08	1,17	1,26	1,35	1,45	1,56	1,67	1,80	1,93	1,93
PV FCF	8,8	-46,9	-44,9	103,3	107,5	106,8	100,0	92,1	85,9	79,2	1 095,5
WACC	7,9%	7,8%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	12,1%	15,0%	17,9%	18,9%	19,3%	20,7%	21,9%	23,3%	24,5%	25,8%	25,8%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	0,0%
Wartość rezydualna (TV)	2 109
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 096
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	592
Wartość firmy (EV)	1 688
Dług netto (koniec 2015, korekta o skup)	224,5
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	1 463
Liczba akcji (mln)	337,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	4,34
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa	4,62
EV/EBITDA('14) dla ceny docelowej	4,6
P/E('14) dla ceny docelowej	21,9
Udział TV w EV	65%

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w miesiącach	WACC +				
	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
-1,0%	5,87	4,89	4,14	3,54	3,06
-0,5%	6,30	5,20	4,36	3,71	3,19
0,0%	6,62	5,55	4,62	3,90	3,33
0,5%	7,44	5,97	4,91	4,12	3,50
1,0%	8,21	6,47	5,25	4,36	3,68

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy jedynie na wskaźniku EV/EBITDA. Dla lat 2018, 2019 i 2020 przyjmujemy równe wagi.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2018	2019	2019	2018	2019	2019
BT GROUP PLC	5,2	5,3	5,3	9,4	9,8	9,8
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	6,1	5,8	5,4	16,2	13,9	12,5
ILIAD SA	5,6	5,3	4,8	17,2	16,4	13,4
KONINKLIJKE KPN NV	7,7	7,6	7,4	21,9	19,2	17,5
MOBILE TELESYSTEMS OJSC	4,8	4,6	4,6	8,4	7,7	6,8
ORANGE	5,7	5,5	5,4	13,9	12,8	11,7
ORANGE POLSKA SA	4,8	4,5	4,3	-	98,2	27,7
ORANGE BELGIUM	4,4	4,4	4,2	25,6	22,8	17,4
ROSTELECOM	4,1	4,0	3,8	10,7	9,1	8,0
TALKTALK TELECOM GROUP	9,3	8,4	7,9	31,1	21,9	16,9
TELE2 AB-B SHS	11,8	9,5	9,4	19,7	18,1	16,3
TELECOM ITALIA SPA	4,9	4,9	4,9	9,6	7,5	7,1
TELEFONICA SA	6,0	6,0	6,0	10,5	10,1	9,4
TELEKOM AUSTRIA AG	4,9	4,8	4,8	13,9	10,5	9,5
TELENOR ASA	6,0	5,9	5,8	16,2	16,0	15,3
TURK TELEKOMUNIKASYON AS	4,0	3,6	3,3	-	6,6	4,4
TURKCELL ILETISIM HIZMET AS	4,9	4,2	3,9	12,9	8,1	6,3
VODAFONE GROUP PLC	5,3	5,5	5,3	16,1	16,7	14,4
O2 CZECH REPUBLIC AS	7,1	7,1	7,1	12,6	12,7	13,2
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	4,2	4,2	4,2	10,1	10,0	10,0
NETIA SA	5,0	4,9	4,8	36,7	35,3	29,9
CYFROWY POLSAT SA	6,8	6,3	6,1	12,8	11,2	10,4
HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA	4,5	4,4	4,3	17,7	14,7	12,9
PLAY COMMUNICATIONS SA	5,1	5,0	4,8	5,6	5,3	5,0
Maksimum	11,8	9,5	9,4	36,7	98,2	29,9
Minimum	4,0	3,6	3,3	5,6	5,3	4,4
Mediana	5,1	5,1	4,8	13,9	12,7	12,1
Netia	4,9	5,4	5,4	23,6	31,3	25,9
premia / dyskonto	-5,3%	4,5%	11,1%	69,1%	145,7%	114,4%

Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	4,96	4,42	4,09	2,76	1,90	2,17
Waga wskaźnika		100,0%			0,0%	
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Wartość firmy na akcję (PLN)	4,49					

Rachunek wyników

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	1 522	1 442	1 374	1 348	1 348	1 372	1 400
zmiana	-3,2%	-5,2%	-4,7%	-1,9%	0,0%	1,8%	2,1%
Bezpośrednie usługi głosowe	470,8	404,8	350,9	317,5	295,4	284,0	278,4
Transmisja danych	658,7	615,5	581,1	573,0	586,2	613,6	639,4
Rozliczenia międzyoperatorskie i usługi hurtowe	209,3	233,8	236,9	244,4	248,8	252,6	256,4
Inne	183,1	188,4	205,2	213,2	217,4	221,7	226,1
EBITDA	426,4	383,5	367,0	345,3	355,6	370,6	377,9
marża	28,0%	26,6%	26,7%	25,6%	26,4%	27,0%	27,0%
Amortyzacja	401	312	282	271	266	265	265
EBIT	25,2	71,9	85,1	74,3	90,1	105,8	112,9
marża	1,7%	5,0%	6,2%	5,5%	6,7%	7,7%	8,1%
Dział. Finansowa	-7,3	-7,5	-1,8	-12,4	-15,3	-18,0	-18,0
Zysk brutto	17,9	64,4	83,3	61,9	74,8	87,8	94,9
marża	1,2%	4,5%	6,1%	4,6%	5,5%	6,4%	6,8%
Podatek	14,7	-28,9	-16,6	-11,8	-14,2	-16,7	-18,0
Zysk netto	32,7	35,5	66,7	50,2	60,5	71,1	76,9
marża	2,1%	2,5%	4,9%	3,7%	4,5%	5,2%	5,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	337,0	337,0	337,0	337,0	337,0	337,0	337,0
EPS	0,10	0,11	0,20	0,15	0,18	0,21	0,23
ROAE	1,7%	1,9%	3,7%	2,6%	3,1%	3,7%	4,1%
ROAA	1,3%	1,5%	2,7%	2,0%	2,3%	2,7%	3,0%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
AKTYWA	2450,3	2400,6	2468,2	2517,4	2657,2	2591,4	2531,9
Majątek trwały	2226,2	2160,3	2145,8	2265,0	2389,7	2345,4	2291,6
Rzeczowe aktywa trwałe	1723,2	1691,1	1680,3	1769,7	1863,2	1830,0	1789,6
Wartości niematerialne	364,8	358,2	346,4	376,3	407,4	396,3	382,9
Nieruchomości inwestycyjne	25,7	24,2	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	89,2	63,5	64,6	64,6	64,6	64,6	64,6
Rozliczenia międzyokresowe	23,3	22,2	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
Inne	0,1	1,1	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Majątek obrotowy	224,1	240,3	322,4	252,3	267,5	246,0	240,4
Zapasy	2,1	3,0	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
Należności handlowe i pozostałe należności	166,9	186,8	177,0	147,8	147,8	150,5	153,6
Należności z tytułu podatku dochodowego od osób prawnych	4,1	2,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
środki pieniężne	27,6	29,1	94,8	53,9	69,2	45,0	36,2
Inne	23,4	19,3	45,7	45,7	45,7	45,7	45,7
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PASYWA	2 450,3	2 400,6	2 468,2	2 517,4	2 657,2	2 591,4	2 531,9
Kapitał własny	1 896,0	1 778,3	1 868,9	1 919,1	1 979,7	1 911,5	1 849,1
Zobowiązania długoterminowe	178,7	190,3	341,0	361,0	441,0	441,0	441,0
Kredyty i pożyczki	134,1	149,9	300,0	320,0	400,0	400,0	400,0
Rezerwy na zobowiązania	13,6	13,1	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	24,0	22,8	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
Rozliczenia międzyokresowe	2,0	2,1	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Inne	4,9	2,5	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Zobowiązania krótkoterminowe	375,6	432,0	258,3	237,3	236,6	239,0	241,9
Zobowiązania handlowe	219,6	211,9	202,8	181,8	181,1	183,5	186,4
Pochodne instrumenty finansowe	97,7	162,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kredyty i pożyczki	0,1	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy na zobowiązania	27,5	27,3	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Rozliczenia międzyokresowe	30,3	27,8	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Inne	0,4	0,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Dług	231,9	314,1	311,4	331,4	411,4	411,4	411,4
Dług netto	204,2	285,0	216,6	277,5	342,3	366,4	375,2
(Dług netto / Kapitał własny)	11%	16%	12%	14%	17%	19%	20%
(Dług netto / EBITDA)	0,5	0,7	0,6	0,8	1,0	1,0	1,0
BVPS	5,6	5,3	5,5	5,7	5,9	5,7	5,5

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	441,8	405,6	366,0	341,8	340,7	353,7	359,7
Zysk netto	32,7	56,0	66,7	50,2	60,5	71,1	76,9
Amortyzacja	401,2	304,6	281,9	271,0	265,5	264,9	265,0
Dział. finansowa	7,8	10,8	3,1	12,4	15,3	18,0	18,0
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	-3,5	34,6	11,6	8,2	-0,7	-0,3	-0,2
Pozostałe	3,6	-0,4	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-209,1	-322,0	-278,4	-390,2	-390,2	-220,6	-211,2
Przepływy finansowe	-319,3	-67,3	-23,0	7,6	64,7	-157,3	-157,3
Dług	-133,3	114,0	300,0	20,0	80,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-174,6	-171,6	0,0	0,0	0,0	-139,3	-139,3
Pozostałe	-11,4	-9,7	-323,1	-12,4	-15,3	-18,0	-18,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-86,6	16,2	64,6	-40,9	15,2	-24,2	-8,8
Środki pieniężne na koniec okresu	27,6	29,1	94,8	53,9	69,2	45,0	36,2
DPS (PLN)	0,39	0,20	0,00	0,00	0,00	0,40	0,40
FCF	224,9	72,8	84,5	-60,9	-64,8	115,1	130,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-13,7%	-22,3%	-20,3%	-28,9%	-29,0%	-16,1%	-15,1%

Wskaźniki rynkowe

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
P/E	48,1	44,2	23,6	31,3	25,9	22,1	20,4
P/BV	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/S	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1
FCF/EV	12,7%	3,9%	4,7%	-3,3%	-3,4%	5,9%	6,7%
EV/EBITDA	4,2	4,8	4,9	5,4	5,4	5,2	5,1
EV/EBIT	70,3	25,8	21,0	24,9	21,2	18,3	17,2
EV/S	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
DYield	8,5%	4,3%	0,0%	0,0%	0,0%	8,6%	8,6%
Cena (PLN)	4,66	4,66	4,66	4,66	4,66	4,66	4,66
Liczba akcji na koniec roku (mln)	337,0	337,0	337,0	337,0	337,0	337,0	337,0
MC (mln PLN)	1 571	1 571	1 571	1 571	1 571	1 571	1 571
EV (mln PLN)	1 775	1 856	1 787	1 848	1 913	1 937	1 946

poniedziałek, 26 listopada 2018 | aktualizacja raportu

Orange Polska: kupuj (podtrzymana)

OPL PW; OPL.WA | Telekomunikacja, Polska

Powrót FCFE i wzrostu wyników EBITDA

Orange Polska zaraportowało jako jedyna spółka telekomunikacyjna wzrost EBITDA w 3Q'18 i osiągnięcie zapowiadanej przez Zarząd stabilizację wyniku R/R w 2018. Spółka realizuje strategię ogłoszoną we wrześniu'17: poziom kosztów pośrednich jest niższy o >5% R/R (w tym nastąpiła redukcja etatów o >1,3 tys., tj. o blisko 8% w ciągu roku), marża po kosztach pośrednich utrzymuje się na stabilnym poziomie, rośnie baza klientów konwergentnych fixed + mobile (1 178 tys. obecnie, tj. +233 tys., w ciągu roku), Spółka ustabilizowała poziom cen za usługi konwergentne (ARPO + 0,2% R/R w 3Q'18), widoczny jest spadek wskaźnika churn. W dodatku rośnie sprzedaż usług na nowoczesnej infrastrukturze (53% w 3Q'18 vs. 42% w 3Q'17), w tym usług na FTTx (110 tys. w 9M'18 vs. 88 tys. rok wcześniej), a Zarząd deklaruje nowe działania optymalizacyjne od 2019r. Zestaw takich danych przekonuje nas do powodzenia przyjętego planu naprawczego i do powrotu do wzrostu EBITDA od 2019 r. De facto, Orange Polska jako jedyna Spółka w sektorze będzie wykazywać istotny wzrost EBITDA w najbliższych latach i pomimo wielkich inwestycji (CAPEX = 18,3% przychodów w 2019 r.) wykazuje dość wysoki FCFE (odpowiednio 8,0% i 11,0% FCFE w 2019/2020). Po okresie dużych inwestycji do 2020 r. na „miedź XXI wieku” czyli technologię FTTx, spodziewamy się spadku nakładów na światłowód od 2021 r. i powrotu do dywidendy (od 2020 r.). Dzisiejszy poziom wyceny, najniższy wśród polskich telekomów, tj. 4,4x na EV/EBITDA'19 (>5% dyskonto do spółek z regionu CEE, >18% do peersów zachodnich i 28% do Cyfrowego Polsatu) jest naszym zdaniem niski i tworzy okazję inwestycyjną. Aktualizujemy nasz model finansowy i nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 6,40 PLN, co implikuje >30% potencjał wzrostowy. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Wreszcie istotna poprawa FCFE

Kluczowym argumentem przeciwko inwestycji w Orange Polska był fakt przeznaczania blisko całego strumienia gotówki na inwestycje (w 2017 r. skorygowany FCFE = 111 mln PLN przy CAPEX = 1933 mln PLN, w 9M'18 FCFE = 102 mln PLN przy CAPEX = 1469 mln PLN). Zakładamy kontynuację wysokich nakładów (średnio 2,0 mld CAPEX w 2019-20), jednak spodziewamy się poprawy FCFE, który wyniesie odpowiednio 483/671 mln PLN w latach 2019-20 w związku z poprawą wyników, płatnościami od T-Mobile za hurtowy dostęp do sieci oraz sprzedażą nieruchomości. Tym samym spółka obniży dług netto/ EBITDA <2,0 x do końca 2020 r. i będzie gotowa do wypłaty dywidendy (pierwszą zakładamy z zysku za 2019 r.).

Stabilizacja na EBITDA, nawet bez wpływu nieruchomości

W ciągu 9M'18 Orange Polska wygenerowało wynik EBITDA rzędu 2365 mln PLN, co oznacza wzrost o 1,2% R/R. Spółce zarzucane jest podbicie wyniku sprzedażą nieruchomości (aż 92 mln PLN w 3Q'18), jednak po korekcie EBITDA za 9M'18 wyniosłaby 2 250 mln PLN, co oznacza spadek tylko o 0,8%. Wskazujemy, że wartość banku nieruchomości Orange Polska w aktywnej sprzedaży wynosi obecnie 600 mln PLN.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	11 538,0	11 381,0	10 993,4	11 096,0	11 213,8
EBITDA	3 163,0	2 807,0	2 779,2	2 891,3	3 062,4
marża EBITDA	27,4%	24,7%	25,3%	26,1%	27,3%
EBIT	-1 354,0	229,0	266,2	423,2	631,6
Zysk netto	-1 746,0	-74,8	-107,9	104,5	285,6
P/E	-	-	-	61,6	22,6
P/CE	6,6	2,6	2,7	2,5	2,4
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,2	4,6	4,7	4,4	4,0
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	5,1%	0,0%	0,0%	0,0%	5,1%

Cena bieżąca	4,66 PLN
Cena docelowa	6,40 PLN
Kapitalizacja	6 442 mln PLN
Free float	3 177 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	15,93 mln PLN

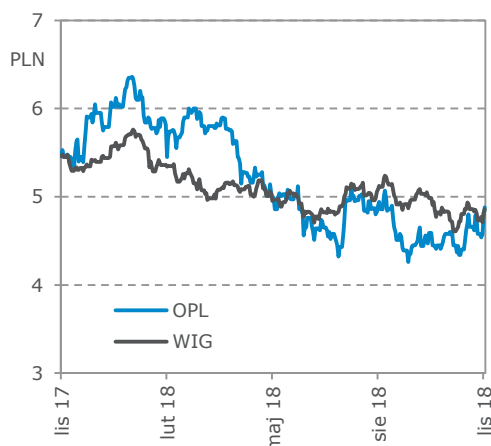
Struktura akcjonariatu

Orange S.A. (poprzednio France Telecom S.A.)	50,67%
Pozostali akcjonariusze	49,33%

Profil spółki

Orange Polska jest wiodącym dostawcą usług telekomunikacyjnych w Polsce. Na koniec roku 2017 z usług mobilnych Orange Polska korzystało 15,8 mln klientów, z usług stacjonarnego Internetu 2,2 mln klientów, a ze stacjonarnych głosowych blisko 4,0 mln klientów. Udziały w rynku telefonii komórkowej i stacjonarnej wyniosły w 2017 r. odpowiednio 29% i 40% (pod względem liczby klientów). Orange Polska kontroluje też 27% rynku szerokopasmowego dostępu do Internetu. Spółka posiada największą w Polsce infrastrukturę techniczną i jest trakcie budowy sieci FTTx.

Kurs akcji OPL na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Orange Polska	6,40	7,30	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Orange Polska	4,91	6,40

Zmiana prognoz od ostatniego raportu*	2018P	2019P	2020P
	Przychody	-0,4%	-0,8%
EBITDA	-1,0%	-4,7%	-6,1%

* w standardzie MSR18

Analitik:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl

Wycena

Wartość spółki Orange Polska szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Spółki w perspektywie 9 miesięcy szacujemy na poziomie 6,40 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	5,50
Wycena DCF	50%	6,52
cena wynikowa		6,01
cena docelowa za 9 m-cy		6,40

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Orange Polska w latach 2018-2027.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.

- Wyznaczamy tempo wzrostu FCF po okresie prognozy na poziomie 0,0%.
- W wycenie DCF używamy estymacji długu netto na koniec 2017 r. w wysokości 6 932 mln PLN.
- W nakładach inwestycyjnych uwzględniamy korzyści ze sprzedaży nieruchomości.

Model DCF

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	+
Przychody ze sprzedaży	10 993	11 096	11 214	11 308	11 408	11 517	11 599	11 666	11 708	11 720	
zmiana		0,9%	1,1%	0,8%	0,9%	1,0%	0,7%	0,6%	0,4%	0,1%	
EBITDA	2 779	2 891	3 062	3 126	3 185	3 244	3 279	3 312	3 333	3 337	
marża	25,3%	26,1%	27,3%	27,6%	27,9%	28,2%	28,3%	28,4%	28,5%	28,5%	
EBIT	266	423	632	723	801	869	906	931	1 473	1 455	
marża EBIT	2,4%	3,8%	5,6%	6,4%	7,0%	7,5%	7,8%	8,0%	12,6%	12,4%	
Opodatkowanie EBIT	51	80	120	137	152	165	172	177	280	276	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	216	343	512	586	648	704	734	754	1 193	1 179	
Amortyzacja	2 515	2 468	2 431	2 403	2 384	2 374	2 373	2 381	1 860	1 882	
CAPEX	-1 902	-1 933	-1 850	-1 683	-3 189	-1 759	-1 786	-1 824	-1 860	-1 882	
Kapitał obrotowy	-823	-156	-213	-153	-116	-115	-89	-91	-96	-101	
FCF	6	721	879	1 153	-272	1 205	1 232	1 220	1 097	1 078	1 078
WACC	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,3%	6,4%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	
współczynnik dyskonta	98,4%	92,6%	87,1%	81,8%	77,0%	72,4%	67,9%	63,7%	59,7%	56,0%	
PV FCF	5	668	766	944	-209	872	837	777	655	603	
WACC	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,3%	6,4%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	51,2%	49,3%	48,0%	45,2%	48,9%	46,0%	42,5%	40,4%	40,7%	41,1%	41,1%
Koszt kapitału własnego	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	0,0%
Wartość rezydualna (TV)	16 208
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	9 673
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	5 314
Wartość firmy (EV)	14 987
Dług netto (koniec 2016 r.)	6 436
Inne aktywa nieoperacyjne	0
Udziałowcy mniejszościowi	2
Wartość firmy	8 549
Liczba akcji (mln)	1312
Wartość firmy na akcję (PLN)	6,5
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,6%
Cena docelowa (PLN)	6,9

EV/EBITDA('19) dla ceny docelowej	5,2
P/E('19) dla ceny docelowej	81,8
Udział TV w EV	65%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC +1,0 p.p.	4,6	4,9	5,4	5,9	6,4
WACC +0,5 p.p.	5,2	5,6	6,1	6,7	7,4
WACC	5,8	6,4	6,9	7,6	8,4
WACC -0,5 p.p.	6,6	7,2	7,9	8,7	9,7
WACC -1,0 p.p.	7,5	8,2	9,0	10,0	11,2

Wycena porównawcza

Wycenę opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA i DYield-RFR z wagami 67% i 33% (stąd przy braku dywidendy składowa do wyceny na wskaźniku DYield-RFR = 0 PLN). Dla lat 2018, 2019 i 2020 przyjmujemy równe wagi w przypadku obu wskaźników.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			DYield-RFR		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
BT GROUP PLC	5,2	5,3	5,3	4,7%	4,5%	4,6%
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	6,1	5,8	5,4	4,3%	4,6%	5,0%
ILIAD SA	5,6	5,3	4,8	-0,1%	0,0%	0,2%
KONINKLIJKE KPN NV	7,7	7,6	7,4	5,0%	7,1%	8,1%
MOBILE TELESYSTEMS OJSC	4,8	4,6	4,6	1,5%	1,8%	2,3%
ORANGE	5,7	5,5	5,4	4,1%	4,4%	4,5%
ORANGE POLSKA SA	4,8	4,5	4,3	-3,2%	-1,8%	-0,1%
ORANGE BELGIUM	4,4	4,4	4,2	2,6%	3,0%	3,4%
ROSTELECOM	4,1	4,0	3,8	-1,4%	-1,1%	-0,6%
TALKTALK TELECOM GROUP	9,3	8,4	7,9	2,3%	1,1%	1,8%
TELE2 AB-B SHS	11,8	9,5	9,4	3,8%	4,8%	5,6%
TELECOM ITALIA SPA	4,9	4,9	4,9	-3,0%	-3,0%	-2,9%
TELEFONICA SA	6,0	6,0	6,0	3,8%	3,9%	4,0%
TELEKOM AUSTRIA AG	4,9	4,8	4,8	2,6%	3,1%	3,7%
TELENOR ASA	6,0	5,9	5,8	4,1%	3,4%	3,6%
TURK TELEKOMUNIKASYON AS	4,0	3,6	3,3	-16,9%	-8,9%	3,1%
TURKCELL ILETISIM HIZMET AS	4,9	4,2	3,9	-12,6%	-10,1%	-8,2%
VODAFONE GROUP PLC	5,3	5,5	5,3	7,2%	7,1%	7,3%
O2 CZECH REPUBLIC AS	7,1	7,1	7,1	6,9%	7,0%	6,9%
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	4,2	4,2	4,2	2,3%	2,5%	2,8%
NETIA SA	5,0	4,9	4,8	-3,2%	-2,0%	-2,0%
CYFROWY POLSAT SA	6,8	6,3	6,1	-1,1%	0,2%	0,4%
HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA	4,5	4,4	4,3			
PLAY COMMUNICATIONS SA	5,1	5,0	4,8	9,7%	6,1%	6,7%
BT GROUP PLC	5,2	5,3	5,3	4,7%	4,5%	4,6%
Maksimum	7,7	7,6	7,4	7,1%	8,1%	57,8%
Minimum	4,0	3,6	3,4	-10,9%	-9,0%	-17,7%
Mediana	5,1	5,0	4,9	0,2%	0,4%	0,0%
Orange Polska	4,7	4,4	4,0	-3,2%	1,9%	1,9%
premia / dyskonto	-7,6%	-14,1%	-16,5%	-	-36,9%	-44,3%

Implikowana wycena

Mediana	5,1	5,1	4,8	2,6%	3,0%	3,4%
Waga wskaźnika		66,7%			33,3%	
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	0,0%	100,0%

Wartość spółki na akcję (PLN) 5,50

Rachunek wyników

(mln PLN)	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	11 538,0	11 381,0	10 993,4	11 096,0	11 213,8	11 307,6	11 407,9
zmiana		-1,4%	-3,4%	0,9%	1,1%	0,8%	0,9%
Koszty świadczeń pracowniczych	1 636,0	1 690,0	1 560,8	1 436,0	1 381,0	1 355,1	1 338,5
Usługi obce, w tym:	6 432,0	6 416,0	6 397,4	6 507,8	6 500,1	6 544,8	6 591,8
- Koszty rozliczeń z innymi operatorami	1 514,0	1 778,0	1 861,2	1 949,8	1 987,2	1 987,2	1 987,1
- Koszty sieci oraz usług informatycznych	670,0	652,0	609,2	590,9	573,2	556,0	539,3
- Koszty sprzedaży	2 839,0	2 545,0	2 371,0	2 442,1	2 491,0	2 540,8	2 591,6
- Pozostałe usługi obce	1 409,0	1 441,0	1 556,0	1 524,9	1 448,7	1 460,8	1 473,8
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	377,0	341,0	185,0	175,5	170,3	171,7	173,2
Koszty rozwiązania stosunku pracy	0,0	208,0	186,0	180,4	175,0	169,8	164,7
Zyski (straty) z tytułu sprzedaży aktywów	70,0	81,0	115,0	95,0	75,0	60,0	45,0
EBITDA	3 163,0	2 807,0	2 779,2	2 891,3	3 062,4	3 126,3	3 184,7
marża	27,4%	24,7%	25,3%	26,1%	27,3%	27,6%	27,9%
skorygowana EBITDA	3 163,0	3 011,0	2 779,1	2 891,3	3 062,4	3 126,2	3 184,7
marża	27,4%	26,5%	25,3%	26,1%	27,3%	27,6%	27,9%
Amortyzacja	-2 725,0	-2 572,0	-2 515,0	-2 468,1	-2 430,8	-2 402,9	-2 384,1
EBIT	-1 354,0	229,0	266,2	423,2	631,6	723,4	800,6
marża	-11,7%	2,0%	2,4%	3,8%	5,6%	6,4%	7,0%
Dział. Finansowa	-359,0	-304,0	-304,2	-294,2	-262,9	-233,1	-271,6
Zysk brutto	-1 713,0	-75,0	-37,9	129,1	368,6	490,3	529,0
marża	-14,8%	-0,7%	-0,3%	1,2%	3,3%	4,3%	4,6%
Podatek	-33,0	0,2	-70,0	-24,5	-70,0	-93,1	-100,5
Zysk netto	-1 746,0	-74,8	-107,9	104,5	298,6	397,1	428,5
marża	-15,1%	-0,7%	-1,0%	0,9%	2,7%	3,5%	3,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0
EPS	-1,33	-0,06	-0,08	0,08	0,23	0,30	0,33
CEPS	0,75	1,90	1,83	1,96	2,08	2,13	2,14
ROAE	-15,9%	-0,7%	-1,0%	1,0%	2,8%	3,7%	3,9%
ROAA	-7,9%	-0,3%	-0,5%	0,5%	1,3%	1,7%	1,9%

*Dane do 2017 r. w standardzie MSR18

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
AKTYWA	22 588,0	23 486,0	22 570,6	22 616,7	22 836,5	22 821,5	22 839,2
Majątek trwały	20 170,0	19 632,0	19 025,9	18 517,0	17 964,5	17 256,7	18 067,3
Majątek obrotowy	2 418,0	3 854,0	3 544,6	4 099,7	4 871,9	5 564,9	4 771,9
Zapasy	163,0	217,0	220,1	233,3	247,5	255,8	258,1
Należności handlowe	1 827,0	2 266,0	2 271,5	2 330,6	2 422,7	2 471,1	2 495,8
Instrumenty pochodne	36,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	130,0	725,0	725,0	725,0	725,0	725,0	725,0
Środki pieniężne	262,0	646,0	328,0	810,8	1 476,7	2 112,9	1 293,0

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
PASYWA	22 588,0	23 486,0	22 570,6	22 616,7	22 836,5	22 821,5	22 839,2
Kapitał własny	10 007,0	10 519,0	10 411,1	10 515,6	10 814,2	10 883,3	10 983,8

Zobowiązania długoterminowe	8 431,0	6 940,0	6 860,0	6 780,0	6 700,0	6 620,0	6 540,0
Zobowiązania handlowe	682,0	550,0	470,0	390,0	310,0	230,0	150,0
Pożyczki od jednostki powiązanej	7 087,0	5 485,0	5 485,0	5 485,0	5 485,0	5 485,0	5 485,0
Pozostałe zobowiązania finansowe	66,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0
Instrumenty pochodne	76,0	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0
Inne	520,0	779,0	779,0	779,0	779,0	779,0	779,0

Zobowiązania krótkoterminowe	4 148,0	6 025,0	5 297,5	5 319,1	5 320,3	5 316,3	5 313,4
Zobowiązania handlowe	2 433,0	2 393,0	2 311,5	2 333,1	2 334,3	2 330,3	2 327,4
Pożyczki od jednostki powiązanej	5,0	1 484,0	1 484,0	1 484,0	1 484,0	1 484,0	1 484,0
Rezerwy	850,0	854,0	208,0	208,0	208,0	208,0	208,0
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	24,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
Pozostałe zobowiązania	132,0	479,0	479,0	479,0	479,0	479,0	479,0
Przychody przyszłych okresów	480,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	224,0	796,0	796,0	796,0	796,0	796,0	796,0

Dług	7 194,0	7 082,0	7 082,0	7 082,0	7 082,0	7 082,0	7 082,0
Dług netto	6 932,0	6 436,0	6 754,0	6 271,2	5 605,3	4 969,1	5 789,0
(Dług netto / Kapitał własny)	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
(Dług netto / EBITDA)	2,2	2,3	2,4	2,2	1,8	1,6	1,8
BVPS	7,6	8,0	7,9	8,0	8,2	8,3	8,4

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	2 549,0	2 064,0	1 469,1	2 321,3	2 441,0	2 587,4	2 651,8
Zysk netto	-1 746,0	-60,0	-107,9	104,5	298,6	397,1	428,5
Amortyzacja	2 725,0	2 572,0	2 515,0	2 468,1	2 430,8	2 402,9	2 384,1
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	112,0	-436,0	-823,0	-156,3	-213,4	-152,6	-115,9
Pozostałe	1 458,0	-12,0	-115,0	-95,0	-75,0	-60,0	-45,0
Przepływy inwestycyjne	-5 475,0	-1 530,0	-1 787,1	-1 838,5	-1 775,1	-1 623,2	-3 143,7
Capex	-5 604,0	-1 643,0	-2 017,1	-2 028,5	-1 925,1	-1 743,2	-3 233,7
Pozostałe	129,0	113,0	230,0	190,0	150,0	120,0	90,0
Przepływy finansowe	2 599,0	-46,0	0,0	0,0	0,0	-328,0	-328,0
Dług	2 860,0	-46,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-328,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-328,0	-328,0
Pozostałe	67,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-327,0	488,0	-318,0	482,9	665,9	636,2	-819,9
Środki pieniężne na koniec okresu	262,0	646,0	328,0	810,8	1 476,7	2 112,9	1 293,0
DPS (PLN)	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25
FCF	-2 926,0	534,0	-318,0	482,9	665,9	964,2	-491,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	48,6%	14,4%	18,3%	18,3%	17,2%	15,4%	28,3%

Wskaźniki rynkowe

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
P/E	-	-	-	61,6	22,6	16,8	15,5
P/CE	6,6	2,6	2,7	2,5	2,4	2,3	2,3
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/S	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
FCF/EV	-21,9%	4,1%	-2,4%	3,8%	5,3%	8,1%	-4,0%
EV/EBITDA	4,2	4,6	4,7	4,4	4,0	3,8	4,0
EV/EBIT	-9,9	56,2	49,6	30,0	19,6	16,3	15,7
EV/S	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1	1,0	1,1
DYield	5,1%	0,0%	0,0%	0,0%	5,1%	5,1%	5,1%
Cena (PLN)	4,91	4,91	4,91	4,91	4,91	4,91	4,91
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0
MC (mln PLN)	6 441,9	6 441,9	6 441,9	6 441,9	6 441,9	6 441,9	6 441,9
EV (mln PLN)	13 373,9	12 877,9	13 195,9	12 713,1	12 388,1	11 765,4	12 599,3

poniedziałek, 26 listopada 2018 | aktualizacja raportu

Play: kupuj (podtrzymana)

PLY PW; PLY.WA | Telekomunikacja, Polska

Najgorsze za nami, przecena zbyt duża

Poziom notowań Play spadł o > 51% w ciągu ostatniego roku, był słabszy o blisko 40 p.p. vs. WIG. Oczekiwane przez nas negatywne czynniki: słabe wyniki za 1H'18, obniżenie dywidendy, zapowiedź dużych inwestycji w sieć mobilną zostały już ogłoszone. Ciąg negatywnych zdarzeń zakończyło ogłoszenie przejścia Play z indeksu MSCI Global Standard do MSCI Small Cap. Obecnie Play jest notowany na atrakcyjnym poziomie $EV/EBITDA'18 = 5,0x$, tj. z 5% dyskontem do grupy porównywalnej. Po istotnym spadku oczekiwań (konsensus Bloomberg na przychody'19 i EBITDA'19 niższe o 13,1%/13,4% w ciągu roku), uważamy że prognozy rynku dla Play wyglądają rozsądnie i nie różnią się istotnie od naszych oczekiwań. Spółka przedstawiła strategię do 2022 r., która powinna być interpretowana pozytywnie. Pomimo, że nie zaprezentowano przekonującej recepty na wzrost przychodów, Play zapowiedział dyscyplinę kosztową oraz brak większych nakładów na infrastrukturę stacjonarną, co implikuje wysoki FCFE (zakładamy $FCFE'18/19 = 17,7\%/15,7\%$) oraz dywidendę ($DivYield'19 = 7,8\%$). Tym samym Play jest jedyną Spółką w sektorze, która w istotny sposób dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Wskazujemy też na poprawę trendów wynikowych od 3Q'18. Największym ryzykiem dla Play jest brak nogi stacjonarnej, zwłaszcza w kontekście oferty „fixed + mobile” od 2Q'19 zapowiedzianej przez T-Mobile. Ryzyka nie należy jednak naszym zdaniem przesadnie dyskontować. Nasza nowa cena docelowa dla Play to 21,30 PLN, co oznacza 29% potencjał wzrostowy.

Brak nogi stacjonarnej

Każdy konkurent Play na polskim rynku jest telekomem zintegrowanym „fixed + mobile”. Pomimo tego Spółka zapowiedziała kontynuację strategii telekomu mobilnego, co budzi ryzyko. Naszym zdaniem nie należy go jednak przesadnie dyskontować w wycenie walorów Spółki. Opcją dla Play jest podpisanie, w ślad za T-Mobile, umowy na leasing sieci FTTH z Orange Polska. Nie dublując sieci, Play zapewni sobie w ten sposób możliwość oferty konwergentnej na kluczowym dla siebie rynku dużych i średnich miast. Spodziewamy się, że Play będzie obserwować rozwój polskiego rynku telekomunikacyjnego i elastycznie modyfikować strategię, jeśli uzna to za niezbędne.

Poprawa trendów w 3Q'18

Po istotnych spadkach wyników w 1H'18, Play zaraportował poprawę w 3Q'18. Spadek EBITDA skorygowanej R/R była na poziomie -1,7% R/R vs. -8,1% zarówno w 2Q'18 i jak i w 1Q'18. Zestaw KPIs był dość dobry: liczba aktywnych subskrybentów wyrost o 257 tys. (vs. +81 tys. w 2Q'18 i -8 tys. w 1Q'18). Pogorszyła się natomiast rentowność ze sprzedaży sprzętu (17,0% w 3Q'18 vs. 19,8% rok wcześniej i 18,4% w 2Q'18) - zgodnie z naszymi oczekiwaniami spółce z pozycji lidera trudno jest utrzymać wysoką rentowność obrotu telefonami na konkurencyjnym rynku. Spółka wygenerowała jednak dość wysoki FCFE: 181 mln PLN (i 603 mln PLN po 9M'18).

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 117,6	6 669,8	6 777,9	6 911,0	7 018,9
EBITDA skor.	2 035,4	2 297,6	2 174,3	2 191,2	2 239,7
marża	33,3%	34,4%	32,1%	31,7%	31,9%
EBIT	1 290,3	1 106,9	1 379,3	1 276,2	1 266,1
Zysk netto	712,1	387,3	789,7	719,1	729,0
P/E	5,9	10,8	5,3	5,8	5,8
P/CE	3,1	3,5	2,7	2,6	2,5
P/BV	3,1	-19,7	-57,6	13,1	5,8
EV/EBITDA skor.	4,6	4,7	5,0	4,9	4,6
DPS	0,00	0,00	2,56	1,29	1,29
DYield	0,0%	0,0%	15,5%	7,8%	7,8%

Cena bieżąca	16,54 PLN
Cena docelowa	21,30 PLN
Kapitalizacja	4,20 mld PLN
Free float	2,08 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	30,1 mln PLN

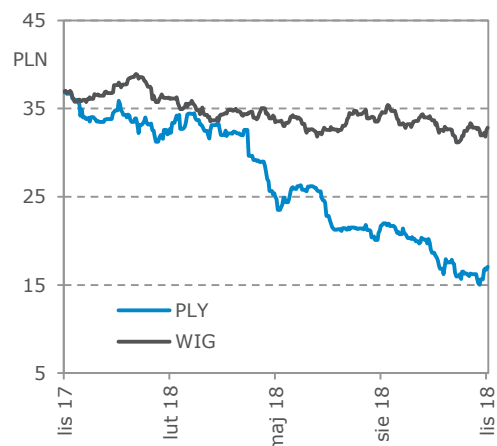
Struktura akcjonariatu

Tollerton Investments Limited	25,46%
Telco Holdings S.à r.l.	25,16%
Pozostali	45,03%

Profil spółki

Play jest liderem wśród operatorów sieci komórkowej w Polsce (15,0 mln użytkowników) oraz czwartą najdroższą marką w Polsce, ofertuje usługi głównie klientom indywidualnym z miast oraz małemu B2B. Udział klientów kontraktowych w bazie wynosi 65,0%, a przychody z klientów kontraktowych wynoszą 56,3% całkowitych.

Kurs akcji Play na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Play	21,30	21,50	kupuj	Kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Play	16,54	21,30	+28,8%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
	Przychody	+0,6%	+0,7%
EBITDA skorygowana	+0,7%	+1,2%	+1,3%
Zysk netto	+1,1%	+2,9%	+2,8%

Analitik:

Paweł Szpigel
 +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl

Wycena

Wartość spółki Play szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Implikowana cena z metody zdyskontowanych przepływów to 21,26 PLN/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 18,34 PLN/akcję.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	18,34
Wycena DCF	50%	21,26
	cena wynikowa	19,79
	cena docelowa za 9 m-cy	21,30

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą dla Play przeprowadziliśmy przy użyciu wskaźników EV/EBITDA oraz P/E w horyzoncie 2018-20P. Przykładamy równą wagę do trzech lat. Grupa porównawcza wzięta do wyceny składa się z 13 spółek telekomunikacyjnej z Europy Zachodniej oraz ośmiu spółek

z regionu Europy CEE. Przyjęliśmy wagę 100% dla wskaźnika EV/EBITDA, dla zachowania spójności z wyceną porównawczą sporządzaną przez nas dla Cyfrowego Polsatu i Orange Polska.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2019P
Spółki telekomunikacyjne						
BT GROUP PLC	5,2	5,3	5,3	9,4	9,8	9,8
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	6,1	5,8	5,4	16,2	13,9	12,5
ILIAD SA	5,6	5,3	4,8	17,2	16,4	13,4
KONINKLIJKE KPN NV	7,7	7,6	7,4	21,9	19,2	17,5
ORANGE	5,7	5,5	5,4	13,9	12,8	11,7
ORANGE BELGIUM	4,4	4,4	4,2	25,6	22,8	17,4
TALKTALK TELECOM GROUP	9,3	8,4	7,9	31,1	21,9	16,9
TELECOM ITALIA SPA	11,8	9,5	9,4	19,7	18,1	16,3
TELEFONICA SA	4,9	4,9	4,9	9,6	7,5	7,1
TELEKOM AUSTRIA AG	6,0	6,0	6,0	10,5	10,1	9,4
TELENOR ASA	4,9	4,8	4,8	13,9	10,5	9,5
VODAFONE GROUP PLC	6,0	5,9	5,8	16,2	16,0	15,3
(1) Mediana	5,3	5,5	5,3	16,1	16,7	14,4
ORANGE POLSKA SA	4,8	4,5	4,3	-	98,2	27,7
TURK TELEKOMUNIKASYON AS	4,0	3,6	3,3	-	6,6	4,4
TURKCELL ILETISIM HIZMET AS	4,9	4,2	3,9	12,9	8,1	6,3
O2 CZECH REPUBLIC AS	7,1	7,1	7,1	12,6	12,7	13,2
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	4,2	4,2	4,2	10,1	10,0	10,0
CYFROWY POLSAT	6,8	6,3	6,1	12,8	11,2	10,4
NETIA SA	5,0	4,9	4,8	36,7	35,3	29,9
HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA	4,5	4,4	4,3	17,7	14,7	12,9
(2) Mediana	4,9	4,5	4,3	12,9	12,0	11,7
Średnia (1) i (2)	5,3	5,0	4,9	14,5	14,0	12,5
PLAY COMMUNICATIONS	5,0	4,9	4,6	5,3	5,8	5,8
premia / dyskonto	-5,1%	-2,7%	-4,5%	-63,4%	-58,3%	-54,1%
Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	18,8	17,7	18,5	45,2	39,6	36,0
Waga wskaźnika		100,0%			0,0%	
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Wartość firmy na akcję (PLN)	18,3					

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec 2017. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2017 i wypłaconą dywidendę w 2Q'18 rzędu 650 mln PLN.
- CAPEX wraz z częścią kapitałową płatności leasingowych jest równy amortyzacji w okresie rezydualnym.
- CAPEX na 700 MHz przyjmujemy na poziomie 1 082 mln PLN w 2021 r.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%.
- Przyjmujemy premię za ryzyko kredytowe = 2,0% z/w na wysoki poziom marży kredytowych na obecnych

zobowiązaniach Play i duże prawdopodobieństwo zaciągnięcia dodatkowego niezabezpieczonego długu w 2019 r.

- Po roku 2026 zakładamy wzrost FCF na poziomie 0,0%.
- Współczynnik beta przyjmujemy na poziomie 1,3, co odzwierciedla podwyższone ryzyko biznesowe (jedyne telekom mobilny, mniej częstotliwości <1GHz vs. konkurencji, dużo mniej własnej infrastruktury vs. CPS PW i OPL PW) oraz kredytowe (wskaźnik długu netto/EBITDA wyższy vs. konkurencja, niska wartość kapitałów własnych).

Model DCF

(mln PLN)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2027+
Przychody ze sprzedaży	6778	6911	7019	7113	7184	7241	7289	7330	7366	7398	
zmiana	1,6%	2,0%	1,6%	1,3%	1,0%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	
EBITDA	2160	2161	2210	2250	2266	2285	2273	2261	2247	2237	
marża EBITDA	32,4%	31,9%	32,0%	32,1%	31,9%	31,8%	31,4%	31,0%	30,7%	30,4%	
Amortyzacja	781	885	944	981	987	1083	1094	1082	1042	1019	
EBIT	1379	1276	1266	1269	1279	1202	1179	1179	1205	1218	
marża EBIT	20,7%	18,8%	18,3%	18,1%	18,0%	16,7%	16,3%	16,2%	16,4%	16,5%	
Opodatkowanie EBIT	262	242	241	241	243	228	224	224	229	231	
NOPLAT	1117	1034	1026	1028	1036	973	955	955	976	986	
CAPEX	-776	-887	-852	-800	-1719	-1190	-1022	-733	-737	-740	
Kapitał obrotowy	25	8	-20	-28	-21	-23	-24	-26	-26	-27	
Płatności leasingowe	-216	-247	-266	-282	-289	-289	-290	-290	-290	-291	
FCF	931	794	831	899	-5	555	713	988	966	948	948
WACC	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,2%	
współczynnik dyskonta	98,5%	92,7%	87,2%	82,0%	77,2%	72,7%	68,4%	64,3%	60,3%	56,6%	
PV FCF	915,7	731,8	717,7	726,1	-4,1	393,7	473,7	613,9	560,5	513,4	
WACC	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,2%	
Koszt długu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko kredytowe	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	61,4%	60,6%	59,6%	58,3%	60,6%	60,6%	59,8%	57,8%	55,6%	53,1%	
Koszt kapitału własnego	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	

Wzrost FCF po okresie prognozy	0,0%
Wartość rezydualna (TV)	13 132
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	7 113
Zdyskontowane FCF w okresie prognozy	5 642
Wartość firmy (EV)	12 756
Dług netto	7 362
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy	5 394
Liczba akcji (mln)	253,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	21,3
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,7%
Cena docelowa (PLN)	22,9
EV/EBITDA('18) dla ceny docelowej	5,9
P/E('18) dla ceny docelowej	6,8
Udział TV w EV	56%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF po okresie prognozy				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC -1,0 p.p.	16,2	17,8	19,6	21,9	24,5
WACC -0,5 p.p.	17,5	19,2	21,2	23,7	26,6
WACC	19,0	20,8	22,9	25,6	28,7
WACC +0,5 p.p.	20,4	22,4	24,7	27,6	31,0
WACC +1,0 p.p.	22,0	24,2	26,6	29,8	33,5

Rachunek wyników

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	5 436,5	6 117,6	6 669,8	6 777,9	6 911,0	7 018,9	7 113,0	7 184,1
Przychody z usług	4 059,5	4 492,8	4 878,2	5 083,4	5 225,2	5 327,8	5 402,8	5 460,5
Usługi	3 180,1	3 432,0	3 645,8	3 760,9	3 868,8	3 949,9	4 012,0	4 061,6
Interkonekt	879,4	1 060,8	1 232,4	1 322,5	1 356,4	1 377,9	1 390,8	1 398,9
Sprzedaż towarów i inne dochody	1 377,0	1 624,7	1 791,7	1 694,5	1 685,8	1 691,1	1 710,2	1 723,5
Interkon., roaming i inne koszty usług	-1 330,6	-1 495,9	-1 729,5	-1 953,5	-1 984,6	-1 958,7	-1 924,2	-1 914,6
Koszty kontraktów, netto	-376,3	-398,8	-429,1	-426,2	-447,2	-459,1	-468,4	-475,9
Koszt sprzedanych towarów	-1 181,2	-1 366,2	-1 409,8	-1 386,2	-1 416,2	-1 437,6	-1 470,9	-1 496,2
Marża kontrybucyjna	2 548,4	2 856,7	3 101,3	3 012,0	3 063,0	3 163,5	3 249,5	3 297,4
marża	46,9%	46,7%	46,5%	44,4%	44,3%	45,1%	45,7%	45,9%
Świadczenia pracownicze	-307,7	-227,5	-525,6	-269,5	-277,8	-286,5	-295,4	-304,7
Usługi zewnętrzne	-525,5	-567,0	-606,3	-484,3	-531,3	-573,7	-609,8	-630,6
Podatki i opłaty	-54,5	-64,0	-80,5	-88,1	-90,7	-93,0	-94,4	-95,8
Pozostałe koszty operacyjne, netto	2,4	-73,8	15,2	-10,0	-2,0	-0,6	-0,2	-0,1
EBITDA	1 663,1	1 924,4	1 904,2	2 160,1	2 161,2	2 209,7	2 249,6	2 266,2
marża	30,6%	31,5%	28,5%	31,9%	31,3%	31,5%	31,6%	31,5%
skorygowana EBITDA	1 785,7	2 035,4	2 297,6	2 174,3	2 191,2	2 239,7	2 279,6	2 296,2
marża	32,8%	33,3%	34,4%	32,1%	31,7%	31,9%	32,0%	32,0%
Amortyzacja	-597,3	-634,1	-797,2	-780,8	-885,0	-943,6	-981,0	-987,3
EBIT	1 065,8	1 290,3	1 106,9	1 379,3	1 276,2	1 266,1	1 268,7	1 278,9
marża	19,6%	21,1%	16,6%	20,4%	18,5%	18,0%	17,8%	17,8%
Dział. Finansowa	-360,4	-364,1	-477,5	-366,9	-362,0	-345,6	-375,5	-365,7
Zysk brutto	705,4	926,2	629,3	1 012,5	914,2	920,6	893,1	913,2
marża	13,0%	15,1%	9,4%	14,9%	13,2%	13,1%	12,6%	12,7%
Podatek	-155,2	-214,1	-241,9	-222,7	-195,1	-191,5	-182,1	-183,4
Zysk netto	550,2	712,1	387,3	789,7	719,1	729,0	711,0	729,8
marża	10,1%	11,6%	5,8%	11,7%	10,4%	10,4%	10,0%	10,2%
Liczba akcji (mln)	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7
EPS	2,17	2,81	1,53	3,11	2,83	2,87	2,80	2,88
CEPS	4,52	5,31	4,67	6,19	6,32	6,59	6,67	6,77

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
AKTYWA	7 562,2	8 746,5	8 831,0	8 646,9	8 580,6	8 629,0	9 699,4	9 705,1
Majątek trwały	3 873,6	5 976,6	5 504,5	5 649,3	5 830,7	5 938,4	5 972,7	6 926,3
Rzeczowe aktywa trwałe	907,7	1 089,4	1 282,3	1 485,2	1 830,2	2 099,2	2 273,6	2 352,1
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	767,9	745,5	855,9	855,9	855,9	855,9	855,9	855,9
Wartości niematerialne	1 126,8	2 628,8	2 683,9	2 624,4	2 459,1	2 296,4	2 154,6	3 028,1
Środki trwałe w budowie	393,5	540,4	303,4	303,4	303,4	303,4	303,4	303,4
Koszty kontraktów	309,9	350,7	361,0	362,5	364,0	365,5	367,1	368,8
Pozostałe	367,8	621,8	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1
Majątek obrotowy	3 688,6	2 769,9	3 326,4	2 997,5	2 750,0	2 690,6	3 726,7	2 778,8
Zapasy	212,2	149,7	159,3	195,7	199,6	202,7	205,4	207,5
Należności handlowe i inne	876,9	1 260,2	1 100,5	1 104,7	1 126,4	1 144,0	1 159,4	1 170,9
Aktywa kontraktowe	1 000,9	997,8	1 366,9	1 354,5	1 346,5	1 346,5	1 357,4	1 371,0
Inne	41,8	21,2	71,1	71,1	71,1	71,1	71,1	71,1
Środki pieniężne	1 556,8	341,0	628,7	271,5	6,3	-73,7	933,4	-41,7

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
PASYWA	7 562,2	8 746,5	8 831,0	8 646,9	8 580,6	8 629,0	9 699,4	9 705,1
Kapitał własny	630,6	1 342,7	-212,6	-72,9	320,0	722,3	1 106,2	1 509,4
Zobowiązania długoterminowe	5 217,5	5 385,2	6 938,4	6 333,5	5 805,9	5 278,2	4 735,5	2 012,8
Zobowiązania kredytowe	4 996,6	5 174,9	6 752,9	6 133,0	5 605,3	5 077,6	4 549,9	1 827,3
Inne	220,9	210,3	185,6	200,6	200,6	200,6	185,6	185,6
Zobowiązania krótkoterminowe	1 714,2	2 018,8	2 105,1	2 386,2	2 454,8	2 628,6	3 857,7	6 182,8
Zobowiązania kredytowe	277,2	277,1	586,0	815,0	856,4	1 027,8	2 239,1	4 586,6
Zobowiązania handlowe	976,9	1 177,6	1 106,5	1 148,9	1 174,0	1 176,2	1 178,7	1 185,8
Zobowiązania kontraktowe	22,3	44,9	87,0	99,3	101,5	101,7	101,9	102,5
Pozostałe	437,8	519,2	325,7	322,9	322,9	322,9	337,9	307,9
Dług	5 273,8	5 452,0	7 338,8	6 948,0	6 461,7	6 105,4	6 789,1	6 413,9
Dług netto	3 717,0	5 111,0	6 710,1	6 676,5	6 455,4	6 179,1	5 855,6	6 455,6
(Dług netto / Kapitał własny)	5,9	3,8	-31,6	-91,6	20,2	8,6	5,3	4,3
(Dług netto / EBITDA skorygowana)	2,1	2,5	2,9	3,1	2,9	2,8	2,6	2,8
BVPS	2,5	5,3	-0,8	-0,3	1,3	2,8	4,4	5,9

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	1 525,1	1 587,6	1 389,4	1 974,6	1 974,2	1 998,4	2 039,6	2 031,6
Zysk brutto	705,4	926,2	629,3	1 012,5	914,2	920,6	893,1	913,2
Amortyzacja	597,3	634,1	797,2	780,8	885,0	943,6	981,0	987,3
Odsetki	302,7	316,9	372,5	366,9	362,0	345,6	375,5	365,7
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	-140,2	-224,2	-180,7	26,4	9,6	-18,2	-26,3	-19,5
Podatki	-4,2	-52,2	-201,1	-222,7	-195,1	-191,5	-182,1	-183,4
Pozostałe	64,1	-13,2	-27,9	10,8	-1,5	-1,6	-1,6	-31,6
Przepływy inwestycyjne	-572,9	-2 349,3	-393,7	-776,1	-886,5	-851,9	-800,0	-1 718,7
Nakłady inwestycyjne	-436,8	-2 195,9	-734,8	-776,1	-886,5	-851,9	-800,0	-1 718,7
Pozostałe	-136,1	-153,4	341,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	106,8	-454,2	-707,7	-1 555,7	-1 352,8	-1 226,5	-232,5	-1 288,1
Dług	106,8	-454,1	1 234,8	-905,7	-1 026,6	-899,8	94,5	-961,5
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	-650,0	-326,3	-326,7	-327,1	-326,6
Pozostałe	0,0	-0,1	-1 942,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	1 058,8	-1 215,8	287,8	-357,3	-265,1	-80,0	1 007,1	-975,1
Środki pieniężne na koniec okresu	1 556,8	341,0	628,7	271,4	6,3	-73,7	933,4	-41,8
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	2,56	1,29	1,29	1,29	1,29
FCF	952,2	-761,7	995,7	1 198,4	1 087,7	1 146,5	1 239,6	313,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	8,0%	35,9%	11,0%	11,5%	12,8%	12,1%	11,2%	23,9%

Wskaźniki rynkowe

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
P/E	7,6	5,9	10,8	5,3	5,8	5,8	5,9	5,7
P/CE	3,7	3,1	3,5	2,7	2,6	2,5	2,5	2,4
P/BV	6,7	3,1	-19,7	-57,6	13,1	5,8	3,8	2,8
P/S	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
FCF/EV	12,0%	-8,2%	9,1%	11,0%	10,2%	11,1%	12,3%	2,9%
EV/EBITDA skor.	4,4	4,6	4,7	5,0	4,9	4,6	4,4	4,6
EV/EBIT	7,4	7,2	9,9	7,9	8,3	8,2	7,9	8,3
EV/S	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	15,5%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Cena (PLN)	16,54	16,54	16,54	16,54	16,54	16,54	16,54	16,54
Liczba akcji na koniec roku (mln)	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7
MC (mln PLN)	4 196	4 196	4 196	4 196	4 196	4 196	4 196	4 196
EV (mln PLN)	7 913	9 307	10 906	10 873	10 652	10 375	10 052	10 652

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgową
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgową) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla emitenta dla spółek Cyfrowy Polsat, Orange Polska.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich ze spółką Netia. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi od spółek Cyfrowy Polsat, Netia, Orange Polska.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26 listopada 2018 o godzinie 08:58. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 listopada 2018 o godzinie 08:58.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.



Rekomendacje dotyczące spółki Cyfrowy Polsat wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-06-15	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-31
cena docelowa (PLN)	24,90	25,30	24,90	25,70
kurs z dnia rekomendacji	22,76	24,84	22,80	24,70

Rekomendacje dotyczące spółki Netia wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-10-01	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	4,30	4,30	4,30	4,60
kurs z dnia rekomendacji	4,50	5,00	5,27	5,30

Rekomendacje dotyczące spółki Orange Polska wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2017-12-12
cena docelowa (PLN)	7,60	7,30
kurs z dnia rekomendacji	5,83	5,39

Rekomendacje dotyczące spółki Play wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-10-17	2018-08-30	2018-07-03	2018-04-06	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	21,50	22,60	23,50	30,93	34,70
kurs z dnia rekomendacji	17,14	21,90	24,88	32,70	33,20

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Aleksandra Szklarczyk
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Mikołaj Lemańczyk
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl