

środa, 8 czerwca 2016 | aktualizacja raportu

Netia: akumuluj (podtrzymana)

NET PW; NET.WA | Telekomunikacja, Polska

Potencjał dywidendowy pomimo inwestycji w FTTx

Netia inwestuje >400 mln PLN w sieć zapewniającą dla gospodarstw domowych usługi w standardzie FTTH/FTTB. W ten sposób pokryje szybką siecią 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r. W związku z potrzebami inwestycyjnymi Zarząd uchylił politykę dywidendową i zaproponował dywidendę za 2015 r. w wysokości 0,20 PLN na akcję, co jest naszym zdaniem nieuzasadnione biorąc pod uwagę (1) niskie zalewarowanie spółki, tj. 0,5x EBITDA na koniec 1Q'16 oraz (2) dodatkowy CAPEX na poziomie niższym niż całoroczny wynik EBITDA w 2016 r. W niniejszym raporcie przedstawiamy nasze zaktualizowane prognozy finansowe uwzględniające inwestycje w szybkie sieci. Do projektu FTTx podchodzimy pozytywnie. Sądzymy, że jest to konieczne działanie do rozwoju obrotów z broadbandu w najbliższych latach, które w dużym stopniu zrekompensują ubytek EBITDA spowodowany masową erozją abonentów głosowych zwłaszcza w formule WLR. Jednak nawet przy inwestycjach w FTTx, naszym zdaniem Netia ma duży potencjał dywidendowy. Spodziewamy się, że na najbliższym WZA dot. zatwierdzenia podziału zysku za 2015 r. ostatecznie przyjęta wielkość dywidendy wyniesie 0,40 PLN, dwukrotnie więcej niż propozycja Zarządu, co implikuje jeden z najwyższych DivYield w spektrum telekomów na poziomie 7,9%.

Potencjał dywidendowy

Obecna struktura finansowania Netii daje naszym zdaniem dość duże pole do wypłaty dywidendy lub przeprowadzania skupów akcji. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy wypłatę 0,40 PLN na akcję w kolejnych latach. Przy zwiększonych nakładach inwestycyjnych rzędu 320 mln PLN rocznie w okresie 2016-2019, poziom zadłużenia Netii w 2020 r. wzrasta do 1,6x, co naszym zdaniem nie jest poziomem ryzykownym i pozwala na dalsze inwestycje w celu podtrzymania rozwoju przychodów. Takie działanie zwiększy relację długu netto do kapitałów własnych z 12% do 42% w okresie 2016-2020. Po 2020 r. zakładamy, że Netia powinna generować stabilny FCF na poziomie ok. 160 mln PLN i wypłacać z tego ok. 140 mln PLN dla akcjonariuszy. Zwracamy także uwagę inwestorów na wielkość kapitału zapasowego pomniejszonego o niepodzielone wyniki finansowe. Kwota 1 631 mln PLN (tj. 4,68 PLN) na akcję daje podstawę do wypłaty dywidendy, nawet przy niskich wynikach, które estymujemy w nadchodzących latach.

Inwestycje w FTTH

Szybki wzrost liczby RGUs internetowych w segmencie B2C (161,6 tys. koniec 1Q'16 vs. 64,7 tys. dwa lata wcześniej) to częściowo efekt penetrowania sieci HFC w Krakowie i w Warszawie, nabytej przez Netię od UPC, które w 2014 r. przejmowało sieć Aster. W ciągu półtora roku po przejściu uzyskała dobry wynik 8,3% penetracji rynkowej, tj. 32 tys. klientów przy liczbie usług na jednego klienta = 2,1x. Zakładamy, że w kolejnych latach Netia będzie z sukcesem zdobywać kolejnych klientów i uzyska poziom 20% penetracji rynkowej na swojej szybkiej sieci do 2022 r. Netia z nowoczesną infrastrukturą FTTx stanowi naszym zdaniem także ciekawy podmiot akwizycyjny na rynku, na którym tylko jeden (Orange Polska) z czterech graczy mobilnych posiada nogę stacjonarną w segmencie B2C.

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	1 674,0	1 572,2	1 529,6	1 460,9	1 426,5
EBITDA	581,4	449,0	430,6	404,7	398,2
marża EBITDA	34,7%	28,6%	28,1%	27,7%	27,9%
EBIT	157,4	27,9	11,5	19,3	33,1
Zysk netto	174,8	2,2	-11,8	-0,5	5,9
DPS	0,42	0,60	0,40	0,40	0,40
P/E	10,1	794,7	-	-	293,2
P/BV	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1
EV/EBITDA	3,2	4,5	4,7	5,3	5,7
DYield	8,3%	11,9%	7,9%	7,9%	7,9%

Cena bieżąca	5,05 PLN
Cena docelowa	5,70 PLN
Kapitalizacja	1 737 mln PLN
Free float	1 737 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	2,86 mln PLN

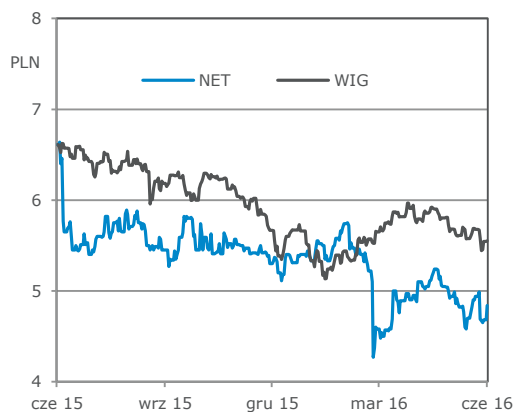
Struktura akcjonariatu

FIP 11 FIZ	20,04%
Zbigniew Jakubas	15,88%
Sisu Capital Limited	12,73%
OFE PZU Złota Jesień	10,02%
OFE Nationale-Nederlanden	9,55%
OFE Aviva BZ WBK	5,81%
Pozostali	25,97%

Profil spółki

Netia jest największym w Polsce operatorem alternatywnym w telefonii stacjonarnej. Na koniec 2015 r. Netia posiadała 1 253 tys. klientów stacjonarnych usług głosowych oraz 756 tys. klientów szerokopasmowego dostępu do Internetu. Swoje usługi Netia świadczy zarówno w oparciu o własną infrastrukturę (około 52% klientów usług telefonicznych i 56% 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	5,70	6,30	akumuluj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	5,05	5,70	+12,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
Przychody	-1,1%	-1,9%	-2,1%
EBITDA	-5,8%	-8,2%	-4,0%
Zysk netto	-	-	-

Analitik:

Paweł Szpigel
+48 22 460 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl

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 księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**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**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - 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**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:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**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 obsługującego 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.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. 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.

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

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

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 bądź 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.

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.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**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.**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Netii**

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,56
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

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

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mbank.pl

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

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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