

piątek, 25 stycznia 2019 | komentarz specjalny

Telekomunikacja – Prognozy wyników kwartalnych za 4Q

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

Pomimo obaw inwestorów, spodziewamy się dość niskiego wpływu zeszłorocznych, dość agresywnych promocji cenowych Play i Cyfrowego Polsatu na wyniki spółek w 4Q'18. Największy wzrost przychodów zakładamy w Play (+3,5%), gdzie widoczne będzie odbicie na obrotach sprzętem. W 4Q'18 obserwujemy natomiast wzrost bazy kosztowej w spółkach (w tym wynagrodzeń, sieci i windykacji) oraz pogorszenie się rentowności zysku ze sprzedaży telefonów (widoczne zwłaszcza w Play). Rentowność wyniku EBITDA w telekomach spada: o 1,7 p.p. w CPS (MSR18, bez Netii), o 2,5% w PLY (skorygowana EBITDA) i 0,5 p.p. w Netii. Na tym tle wyróżnia się Orange Polska. Spodziewamy się korzystnego wpływu programu optymalizacyjnego na wyniki przy jednoczesnej stabilizacji przychodów (marża skorygowanej EBITDA rośnie o + 1,1 p.p. R/R do poziomu 24,0%). Zwracamy uwagę, że wzrost wyniku w 3Q'18 o blisko 8%

Netia		trzymaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		4,70 PLN			28-02-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	343,3	359,4	-4%	1373,9	-5%	
EBITDA	84,4	90,4	-7%	361,5	-5%	
marża EBITDA	24,6%	25,1%	-	26,3%	-	
EBIT	14,2	13,4	6%	79,6	16%	
Zysk brutto	13,0	10,6	23%	77,8	27%	
Zysk netto	10,6	-7,2	-	62,3	89%	

Orange Polska		kupuj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		6,40 PLN			19-02-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	2889,8	2910,0	-1%	11061	-3%	
EBITDA	669,6	471,0	42%	2844,6	1%	
marża EBITDA	23,2%	16,2%	-	25,7%	-	
EBIT	50,6	-177,0	-	331,6	45%	
Zysk brutto	-16,5	-236,0	-	30,5	-	
Zysk netto	-16,5	-198,0	-	8,5	-	

Play		kupuj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		21,30 PLN			04-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	1800,6	1739,5	4%	6832,6	2%	
EBITDA	536,3	563,9	-5%	2153,9	13%	
marża EBITDA	29,8%	32,4%	-	31,5%	-	
EBIT	326,6	360,2	-9%	1355,0	22%	
Zysk brutto	232,3	265,4	-12%	978,4	55%	
Zysk netto	178,8	142,9	25%	716,5	85%	

Cyfrowy Polsat		trzymaj			wyniki:	
Paweł Szpigiel		23,20 PLN			14-03-2019	
(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	r/r	2018P	r/r	
Przychody	2972,5	2579,2	15%	17639	79%	
EBITDA	919,8	872,7	5%	6383,2	76%	
marża EBITDA	30,9%	33,8%	-	36,2%	-	
EBIT	391,2	437,9	-11%	3178,0	73%	
Zysk brutto	280,0	354,4	-21%	2363,7	77%	
Zysk netto	61,9	167,1	-63%	1 042,5	6%	

Zaskoczenia na wynikach vs. oczekiwania rynkowe

vs. konsensus	2016				2017				2018				+/=	
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q		4Q
TMT														
Netia	+	=	+	=	+	=	+	=	+	=	+	=	+	100%
Orange PL	=	=	=	=	=	+	=	=	+	=	+	=	+	100%
Play	bd	bd	bd	bd	bd	bd	=	=	=	+	=	=	+	100%
Cyfrowy	+	=	=	+	=	+	=	=	+	=	=	=	+	100%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

wynikał z zaksięgowania istotnych zysków na sprzedaży aktywów. W 4Q'18 założyliśmy płaski zysk ze sprzedaży nieruchomości, wzrost wyników wynika z działalności operacyjnej. Orange Polska jest więc jedyną spółką notującą wzrost wyników w 4Q'18 (+5% R/R vs. -4% PLY, -3% CPS bez Netii, -7% Netia), jednocześnie najniższą wycenioną na EV/EBITDA'18. Dodatkowo, perspektywa poprawy FCFE (szacujemy w latach 2019/20 odpowiednio 483/671 mln PLN) oraz odsunięcie się w czasie aukcji częstotliwości 5G (rząd polski wniósł o przesunięcie terminu na przydział zasobów w paśmie 700 MHz o 2 lata z czer'20) powinny przełożyć się na poprawę sentymentu do spółki i umocnienie się notowań jej walorów. Podkreślamy też, że na rynku widzimy wycofywanie się operatorów z agresywnych ofert, stąd podtrzymujemy założenie o mniejszej presji na ceny w 2019 r.

- Odpływ 12 tys. klientów telefonii stacjonarnej netto i 7 tys. klientów broadbandu netto na liniach regulowanych, ale wzrost klientów Internetu na liniach własnych.
- Spadek obrotów o 5%, przy dość wysokiej marży zysku brutto na sprzedaży.
- Stabilny poziom kosztów SG&A R/R (104 mln PLN w 4Q'18)
- Wpływ pozostałej dział. operacyjnej + 2 mln PLN vs. + 7 mln PLN rok wcześniej.
- Spadek wyniku EBITDA o 7% R/R.
- Wzrost bazy klientów konwergentnych B2C o +47 tys. Q/Q przy stabilnym spadku ARPU R/R (zakładamy 103,4 PLN) oraz +41 tys. przyłączeń światłowodowych netto.
- Wzrost obrotów sprzętem o >11% R/R.
- Dalsza erozja bazy kosztowej (-3% R/R).
- Zysk ze sprzedaży aktywów = 13 mln PLN (płasko R/R).
- EBITDA w ujęciu MSR18 wyniesie 700 mln PLN (+5% R/R), a w nowym ujęciu IFRS15 ok. 670 mln PLN.
- Wzrost przychodów o blisko 4%, w tym wzrost obrotów sprzętem (+ 2,4% R/R w 4Q'18 vs. -9,7% R/R w 3Q'18).
- Spadek rentowności zysku ze sprzedaży sprzętu (do 15,5% vs. 19,1% rok wcześniej).
- Kolejny kwartał wysokich kosztów roamingu krajowego.
- Zakładamy -8 mln PLN na poz. dział. operacyjnej rzędu z/ w na wyższe koszty windykacji (vs. +18 mln PLN w 4Q'18).
- Skorygowana EBITDA 4Q'18=544,3 mln PLN, tj. -4% R/R.

- Zestaw dobrych KPIs: + 50 tys. klientów kontaktowych płatnej TV oraz + 100 tys. klientów mobile postpaid.
- Pozytywny wpływ hurtowej odsprzedaży praw do Ligi Mistrzów na wyniki.
- Presja na koszty: wynagrodzenia + 11% R/R, kontent +25% (+12% bez Ligi Mistrzów), większe koszty windykacji.
- EBITDA wg MSR18 bez Netii równa 850 mln PLN (-3% R/R)
- Wpływ -162 mln PLN z tytułu zawiązania zob. podatkowego na wynik netto.

Zaskoczenia na wynikach vs. r/r

vs. r/r	2016				2017				2018				**	+/=
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q		
TMT														
Netia	-	-	-	-	=	-	-	-	-	=	-	-	-	25%
Orange PL	-	-	-	-	-	=	=	=	+	=	-	+	+	33%
Play	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	+	=	-	-	-	-	57%
Cyfrowy	+	-	-	+	+	+	+	-	-	=	-	-	=	58%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

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 dzieleny 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

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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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.

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. 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energa, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Opono.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Work Service, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu w transakcjach na akcjach: Cognor Holding, PBKM.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

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

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.

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 wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
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 86
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