

Netia

Przejęcia, synergie, wzrost

Rekomendacja Kupuj, Cena Docelowa podwyższona do 6,5 zł

Ostatnie przejęcia dokonane przez Netię (Dialog i Crowley) całkowicie zmieniają jej postrzeganie, gdyż zysk EBITDA spółki będzie rósł najszybciej spośród wszystkich europejskich firm telekomunikacyjnych przez dwa kolejne lata. Według naszych prognoz zysk EBITDA Netii wzrośnie w 2012 r. o 42%, a późniejsze efekty synergii umożliwią dalszy wzrost o 16% w 2013 r. Krytycy zadłużenia spółki (stosunek długu do zysku EBITDA nie przekroczy poziomu 1,0x w 2012 r. w stosunku do obecnej gotówki netto) powinni zwrócić uwagę na wzrost przepływów pieniężnych (FCF) z działalności operacyjnej. Z obecnego poziomu 175 mln zł (9% kapitalizacji rynkowej) najprawdopodobniej co najmniej podwoją się one dzięki konsolidacji i efektom synergii do poziomu 352 mln zł (18% kapitalizacji rynkowej). Pozwoli to Netii zarówno spłacać zadłużenie, jak i corocznie przeznaczać min. 10% zysku na dywidendę / wykup swoich akcji. Na bazie wskaźnika EV/EBITDA, Netia handluje się z 25% dyskontem w stosunku do wskaźników TPSA i z 43% dyskontem w stosunku do zachodnioeuropejskich firm świadczących usługi dostępu do Internetu. Przejęcie spółek Dialog i Crowley podnosi wycenę akcji spółki o 0,65 zł, dlatego też zwiększamy naszą 12-miesięczną cenę docelową do 6,50 zł (wzrost o 14%), a ze względu na 34% potencjał wzrostu wobec obecnej ceny powracamy do rekomendacji KUPUJ dla akcji Netii.

W zeszłym tygodniu Netia sfinalizowała długo oczekiwane przejęcie firm telekomunikacyjnych Dialog i Crowley. Na mocy umów Netia zakupi 100% udziałów w tych firmach, łącznie za kwotę 1,04 mld zł, z czego 650 mln zł będzie finansowane długiem. Przejęcia te wymagają jeszcze zatwierdzenia przez urząd antymonopolowy, którego spodziewamy się w ciągu dwóch do trzech miesięcy i które według nas stanowi jedynie formalność. Przejęte spółki zwiększą bazę klientów Netii w segmencie dostępu szerokopasmowego o ok. 20% i znacznie zmniejszą zależność firmy od sieci innych podmiotów. Przejęcia te zwiększą zysk EBITDA spółki o 42% w 2012 r/r, a według obliczeń pro forma uwzględniających efekty synergii wzrośnie on nawet o 66%.

Uważamy, że spowolnienie wzrostu bazy klientów w segmencie dostępu szerokopasmowego stało się faktem na polskim rynku, a III kwartał 2011 roku nie przyniesie pod tym względem zmian. Jednakże w przypadku Netii udział klientów obsługiwanych na bazie LLU prawdopodobnie wzrośnie do prawie 24% w III kwartale (wzrost o 9 p.p. r/r), co powinno pozostać kluczowym tematem w tym kwartale. Wspomniane czynniki, a także brak pogorszenia ARPU, powinny w III kwartale spowodować wzrost zysku EBITDA, który może wynieść 101 mln zł (wzrost o 9% w ujęciu kw/kw, wzrost o 18% r/r). Na solidny zysk EBITDA pozytywnie wpłynie w pewnym stopniu rozwiązanie rezerw wynikających z faktu, że rozwój organiczny nie pozwoli Netii osiągnąć celów wyznaczonych na początku roku. W związku z tym, że stabilny poziom ARPU nie pozwoli na wzrost przychodów (nasza prognoza dotycząca przychodów w III kw. 2011 r. wynosi 395 mln zł), możemy się spodziewać najwyższej w tym roku kwartalnej marży EBITDA w wysokości 25,5%. Ponadto zwiększony odsetkami zysk netto może wynieść 23 mln zł, co oznacza podwojenie w porównaniu z II kw. 2011 r. i III kw. 2010 r.

Mimo że te dwa przejęcia wymagają jeszcze zatwierdzenia przez urząd antymonopolowy, zdecydowaliśmy się uwzględnić je w naszych prognozach od 2012 r. Zadłużenie nieznacznie obniżyło wartość WACC dla spółki; nie wystarczyło to jednak, by zrównoważyć nasze bardziej rygorystyczne założenia co do wysokości premii za ryzyko (wzrost z 5,0% do 5,5%) — te dwie zmiany w istocie zwiększyły wartość WACC do poziomu 11,4%, obniżając naszą 12-miesięczną cenę docelową o 0,30 zł. Oprócz tego, ponieważ w naszej opinii przejęcie firm Dialog i Crowley podnosi cenę akcji spółki o 0,50 zł, a tarcza podatkowa dodaje kolejne 0,15 zł na akcję, podnosimy naszą cenę docelową opartą o wycenę DCF o 14% do poziomu 6,50 zł. W segmencie telekomunikacyjnym wyżej oceniamy przejęcia niż sprzedaż aktywów, preferujemy wzrost zysku EBITDA od jego spadku, a także wyżej oceniamy stopę dywidendy w wysokości 15% (bardzo prawdopodobną w roku 2013) niż stopę dywidendy w wysokości 9% — ze wszystkich wymienionych powodów Netia pozostaje preferowaną spółką z tego sektora. Na podstawie wskaźników EV/EBITDA Netia oferuje 25% dyskonta w stosunku do TPSA i 43% dyskonta w stosunku do akcji zachodnioeuropejskich firm świadczących usługi dostępu szerokopasmowego — uważamy to za nieuzasadnione i powracamy do rekomendacji KUPUJ dla spółki.

Netia: Podsumowanie finansowe

W milionach zł, o ile nie podano inaczej

	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
				1	2	
Przychody	1 121,21	505,91	569,35	90,92	44,62	282,8
EBITDA	170,6	312,8	580,23	98,65	66,6	658,5
EBIT	-99,7	14,2	285,7	76,21	37,0	238,0
Zysk netto	230,6	88,7	263,9	24,8	93,3	188,9
P/E (x)	8,3	21,7	7,3	75,7	20,3	10,1
EV/EBITDA (x)	10,1	5,4	2,7	3,6	4,3	3,4

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Paweł Puchalski, CFA
Head of Equity Research
BZ WBK Brokerage