

Eurotel – kupuj

17 października 2018 r., godz. 08:00

Wysoka dywidenda ratunkiem dla kursu akcji?

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla akcji Eurotel S.A., w przypadku których 12-miesięczną cenę docelową ustaliliśmy na poziomie 32,07 zł. Przy bieżącym kursie giełdowym oznacza to potencjał wzrostu równy 104%.

Od szczytów z kwietnia bieżącego roku, kiedy za akcję Eurotelu płacono na giełdzie blisko 26 zł, notowania spadły poniżej 16 zł, a więc o około 40% (choć w międzyczasie Spółka wypłaciła też dywidendę równą 2,2 zł na jedną akcję). O ile widzimy krótkoterminowe czynniki ryzyka dla kursu akcji (m.in. ryzyko VAT, ryzyko zwiększonej podaży w związku z umorzeniami w funduszach inwestycyjnych), o tyle w naszej ocenie wartość wewnętrzna Spółki jest istotnie wyższa od jej bieżącej wyceny rynkowej, a trwającą przecenę można rozpatrywać w nieco dłuższym horyzoncie jako okazję inwestycyjną. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w naszej, dość konserwatywnej prognozie nie zakładamy istotnej poprawy generowanych wyników finansowych, a raczej ich ustabilizowanie.

W pierwszym półroczu 2018 roku Eurotel osiągnął na poziomie skonsolidowanym 177,7 mln zł przychodów (+16,5% rdr), 7,5 mln zł EBITDA (+9% rdr) oraz 4,9 mln zł zysku netto (+6% rdr). Przewidujemy, że dynamika nieco spowolni w drugiej połowie roku, m.in. ze względu na relatywnie wysoką bazę. Nasze prognozy na cały 2018 rok zakładają osiągnięcie przez Grupę 373,8 mln zł przychodów (+9,4% rdr), 16,3 mln zł EBITDA (+4,5% rdr) oraz 12,5 mln zł zysku netto (+6,9% rdr). Liczymy, że w kolejnych latach Spółka będzie generować stabilne wyniki finansowe na współpracy z operatorami T-Mobile, Play i nc+, a motorem wzrostu pozostanie segment iDream (choć prognozujemy znaczne wyhamowanie tempa wzrostu w tym obszarze). Oczekujemy także, że do poprawy wyników przyczyniać się będzie inwestycja w jednostkę stowarzyszoną Soon Energy Poland.

Prognozowana przez nas kwota dywidendy za 2018 rok to 2,25 zł na akcję, co przy obecnej cenie rynkowej akcji Eurotel daje stopę dywidendy na poziomie aż 14,3%. W Spółce trwa jednak kontrola VAT, której efektem może być jednorazowe istotne obniżenie wyniku netto i kwoty wypłacanej dywidendy. Potencjalne zobowiązanie z tego tytułu oszacowano na ponad 2,6 mln zł, co w przeliczeniu daje wartość około 0,69 zł na akcję. Zakładając nawet, że Spółka będzie musiała zapłacić zaległy podatek, a ta kwota w całości obniży wartość dywidendy, zgodnie z naszymi szacunkami w 2019 roku do akcjonariuszy wciąż może trafić 1,56 zł na akcję (DY 9,9%).

Wycena akcji:

Cena bieżąca (16.10.2018 r.)	15,75 zł
Cena docelowa (12-miesięczna)	32,07 zł
Potencjał wzrostu	103,6%

Informacje o spółce:

Grupa Eurotel prowadzi sieci salonów sprzedaży podmiotów trzecich. Emitent współpracuje z operatorami telefonii Play oraz T-Mobile, operatorem Platformy Telewizji Satelitarnej „nc+”, jak również jest Autoryzowanym Dystrybutorem sprzętu Apple.

Akcjonariat (udział w liczbie głosów):

Krzysztof Stepokura	30,18%
Jacek Foltarz	18,87%
Bogusław Marczak	11,99%
PKO TFI	5,57%
Pozostali	28,35%

Stopy zwrotu (ostatnie 12 miesięcy):



Poprzednie rekomendacje:

Brak

Analitycy:

Adrian Mackiewicz, DI
Członek Zarządu, Analityk
amackiewicz@domanaliz.pl

Paweł Juszcak, CFA, MPW
Członek Zarządu, Analityk
pjuszcak@domanaliz.pl

Prognozy i wskaźniki

(mln zł)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody netto ze sprzedaży	281,7	338,3	342,6	373,8	395,7	412,6	423,8	429,6
EBITDA	12,1	14,0	15,6	16,3	16,7	17,0	16,8	16,5
EBIT	10,1	11,9	13,4	13,9	14,5	14,9	14,7	14,6
Zysk netto	8,0	9,3	11,7	12,5	13,0	13,4	13,5	13,5
EPS	2,14	2,49	3,11	3,32	3,46	3,58	3,59	3,60
DPS	1,00	1,40	1,90	2,20	2,25	2,33	2,33	2,34
Stopa dywidendy	7,2%	7,5%	8,0%	9,2%	14,3%	14,8%	14,8%	14,9%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Spis treści

Podsumowanie wyceny	3
Wycena metodą DCF	4
Założenia przyjęte w wycenie	4
Prognoza wyników finansowych	5
Wynik wyceny metodą DCF	6
Opis spółki	9
Profil działalności i model biznesowy	9
Struktura Grupy Kapitałowej	11
Akcjonariat	11
Strategia działalności i plany rozwoju	12
Polityka dywidendy	13
Analiza otoczenia	15
Otoczenie makroekonomiczne	15
Operatorzy telefonii komórkowej w Polsce	17
Rynek smartfonów i sprzętu komputerowego	22
Analiza historycznych wyników finansowych	24
Przychody i koszty	24
Sytuacja majątkowa	33
Analiza wskaźnikowa	34
Wyniki finansowe za III kwartały roku obrotowego 2017/2018	35
Kluczowe czynniki ryzyka	38
Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne	39

Podsumowanie wyceny

Do wyceny Spółki Eurotel wykorzystaliśmy metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).

Oszacowana przez nas wycena jednej akcji Eurotel w perspektywie 12-miesięcznej wynosi 32,07 zł.

Wynik wyceny akcji Eurotel	
Wynik wyceny metodą DCF	32,07 zł
Waga w końcowej wycenie	100%
Wycena końcowa 1 akcji	32,07 zł

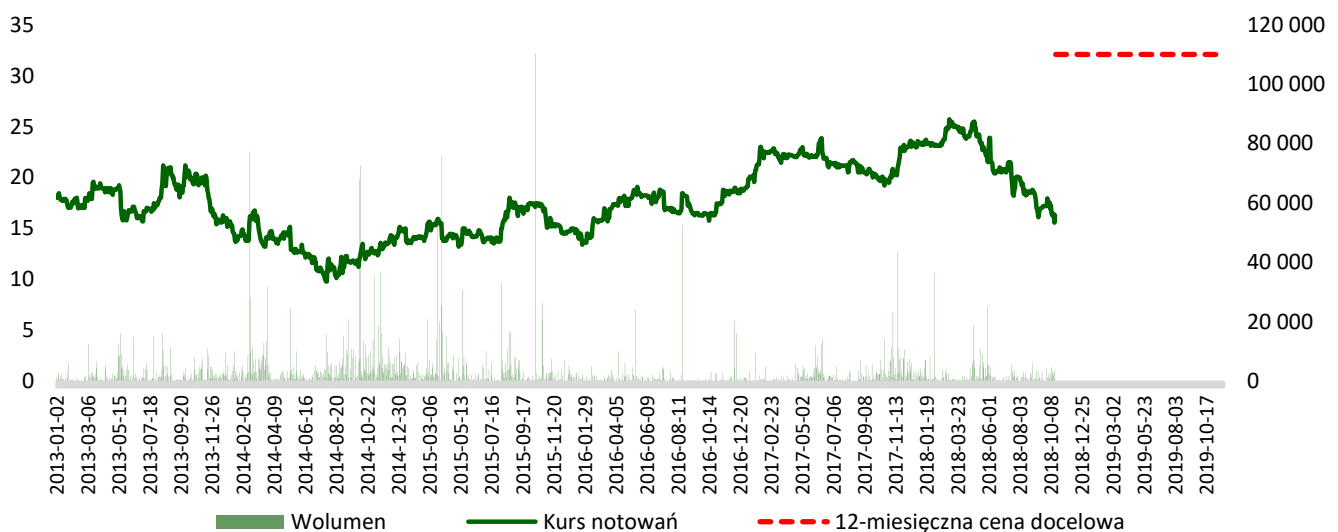
Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Biorąc pod uwagę bieżącą cenę rynkową akcji Eurotel (15,75 zł), potencjał wzrostu wynosi 103,6%.

Jednocześnie zwracamy uwagę na toczące się w Spółce postępowanie kontrolne dotyczące prawidłowości obliczania i wpłacania podatku od towarów i usług w 2013 roku. Ze względu na fakt, że na obecnym etapie trudno jest z dużym prawdopodobieństwem określić sposób rozstrzygnięcia tego postępowania, w naszej wycenie nie uwzględniliśmy ewentualnej zapłaty przez Eurotel nienależnie odliczonego podatku VAT. W odniesieniu do naszej wyceny kwota potencjalnego zobowiązania z tego tytułu jest relatywnie nieduża, wynosząc zgodnie z szacunkami Spółki ponad 2,6 mln zł, tj. około 0,69 zł w przeliczeniu na jedną akcję.

Ponadto zwracamy uwagę na niską płynność notowań akcji Eurotel. Wycena przedstawiona w niniejszej rekomendacji nie uwzględnia ewentualnego dodatkowego dyskonta z tytułu braku płynności.

Notowania Eurotel i wycena końcowa



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW i szacunków Domu Analiz SII.

Wycena metodą DCF

Wycenę akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 5-letniej prognozy wolnych przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom kapitału własnego i wierzycielom (FCFF).

Do kalkulacji średnioważonego kosztu kapitału wykorzystano wartość premii za ryzyko kapitału własnego według obliczeń A. Damodarana (aktualizacja danych na styczeń 2018 roku)¹, tj. około 6,1%. Stopa wolna od ryzyka ustalona została na stałym poziomie 3,5%, zbliżonym do bieżącej rentowności 10-letnich krajowych obligacji skarbowych. Przyjęto wartość długu netto Grupy według stanu z 30 czerwca 2018 roku.

Na podstawie powyższej metody docelową 12-miesięczną wycenę kapitału własnego Eurotel oszacowaliśmy na poziomie 120,2 mln zł, co w przeliczeniu na 1 akcję Eurotel daje wartość 32,07 zł.

Założenia przyjęte w wycenie

Nasze prognozy i wycenę oparliśmy o następujące założenia:

- oczekujemy, że w segmencie T-Mobile wieloletni negatywny trend spadkowy w wynikach finansowych zatrzyma się, jednak zważywszy na obecne uwarunkowania rynkowe nie liczymy na istotną poprawę generowanych zysków. W konsekwencji zakładamy, że wyniki ustabilizują się na poziomach zbliżonych do tych, jakie zostały osiągnięte w 2017 roku. Jednocześnie zwracamy uwagę, że na wyniki tego obszaru w 2018 roku w pewnym stopniu negatywnie wpływa przeprowadzany proces remontów wybranych salonów, który nie wystąpi w kolejnych latach prognozy;
- w segmencie Play również oczekujemy ustabilizowania wyników, nie licząc na istotną poprawę. Jednocześnie zwracamy uwagę, że pozytywną niespodzianką może okazać się nowa aktywność operatora, który wprowadził do swoich salonów sprzedaż detaliczną telefonów (bez umowy). Trudno na ten moment oszacować, czy taka oferta przyjmie się na rynku i jakie wyniki będzie z niej uzyskiwał Play, a przez to pośrednio Grupa Eurotel, dlatego w naszych długoterminowych prognozach nie uwzględniamy istotnej poprawy, która potencjalnie może być z tym związana;
- założyliśmy, że motorem napędowym wyników Emitenta w kolejnych latach pozostanie segment iDream, choć dynamika wzrostu istotnie wyhamuje. W najbliższych okresach wsparciem dla przychodów i zysków tego obszaru działalności powinny być otwarcia dwóch nowych salonów w 2018 roku (tj. w Gdańsku i w Katowicach). Oczekujemy również, że wciąż będą rosły obroty sklepu internetowego, a także w dalszym ciągu dynamicznie rozwijana będzie działalność usługowa iDream, w tym serwis. Ponadto liczymy na podjęcie przez Grupę Eurotel nowych aktywności, takich jak chociażby edukacja. Naszym zdaniem największym wyzwaniem będzie zwiększenie lub nawet utrzymanie na dotychczasowym poziomie sprzedaży hurtowej. Ze względu na fakt, że na przestrzeni ostatnich lat Emitentowi skutecznie udawało się pozyskiwać nowych odbiorców, w okresie prognozy nie zakładamy jednak znaczących spadków wyników w tym obszarze;
- w segmencie nc+ nie oczekujemy większych zmian. Segment ten nigdy nie miał istotnego udziału w wynikach Grupy Kapitałowej i zakładamy, że to się nie zmieni w kolejnych latach. W modelu przyjęliśmy założenie stabilizacji wyników finansowych segmentu;
- istotną kontrybucję do wyników Grupy Kapitałowej już w 2018 roku może dać inwestycja w Soon Energy Poland Sp. z o.o. W 2017 roku spółka ta osiągnęła 2 mln zł zysku netto, z czego udział Eurotelu w tym zysku wyniósł 0,8 mln zł. Założyliśmy, że w 2018 roku wynik netto Soon Energy zwiększy się do 3 mln zł (tj. na Eurotel przypadając będzie 1,2 mln zł). Zwracamy przy tym uwagę, że branża charakteryzuje się sezonowością – pod względem zyskowności zdecydowanie lepsza jest druga połowa roku. Jednocześnie Zarząd Emitenta oczekuje, że już w 2019 roku spółka Soon Energy wypłaci dywidendę, a więc za wykazywanymi zyskami podążać będą przepływy pieniężne. Na lata 2019-2022 założyliśmy natomiast umiarkowany wzrost wyników wspomnianej wyżej jednostki stowarzyszonej;

¹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

- po stronie kosztowej zwracamy uwagę na wciąż utrzymującą się w gospodarce presję na wynagrodzenia, co może w istotnym stopniu obciążać wyniki finansowe Emitenta. Dodatkowo, szczególnie w ostatnich miesiącach, widoczny jest wzrost cen energii, co także może oddziaływać negatywnie na rentowność działalności Grupy Eurotel. Zakładamy, że koszty te dalej będą rosły w przyszłych okresach w tempie szybszym niż przychody. Jednocześnie oczekujemy, że liczba salonów iDream póki co nie będzie już się zwiększać, przez co dynamika przyrostu kosztów sprzedaży zmniejszy się w kolejnych latach. Ponadto założyliśmy, że powoli postępować będzie proces zmiany struktury własności salonów T-Mobile i Play (zwiększenie udziału placówek partnerskich kosztem placówek własnych);
- przewidujemy, że inwestycje poniesione w 2018 roku będą dotyczyć głównie otwierania nowych salonów iDream oraz remontów salonów T-Mobile. Na kolejne lata prognozy zakładamy, że CAPEX istotnie się zmniejszy i będzie wynikał głównie z nakładów odtworzeniowych;
- na przestrzeni ostatnich lat Spółka praktycznie nie korzystała z oprocentowanego zadłużenia, finansując działalność kapitałami własnymi oraz kredytem kupieckim. Zakładamy, że struktura finansowania w kolejnych latach nie ulegnie zmianie;
- przewidujemy, że w najbliższych okresach zapotrzebowanie na kapitał obrotowy może być relatywnie duże ze względu na otwarcie dwóch salonów iDream w 2018 roku oraz na nową ofertę Play w postaci sprzedaży detalicznej telefonów. Zakładamy, że w kolejnych latach dynamika wzrostu kapitału obrotowego będzie mniejsza, co będzie związane m.in. z oczekiwanym przez nas niższym tempem przyrostu obrotów;
- tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych (g) po okresie prognozy ustaliliśmy na poziomie 0%;
- przyjęliśmy założenie, że efektywna stopa podatkowa dla Grupy w kolejnych latach wynosić będzie 19%.

Prognoza wyników finansowych

Historyczne wyniki finansowe oraz ich prognozy

(mln zł)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	281,7	338,3	341,6	373,8	395,7	412,6	423,8	429,6
Koszt własny sprzedaży	225,8	277,3	276,1	304,6	324,0	338,9	349,2	354,3
Wynik brutto na sprzedaży	55,9	61,0	65,5	69,1	71,7	73,7	74,6	75,3
Koszty sprzedaży	39,6	42,0	45,1	48,2	50,6	52,2	53,1	53,9
Koszty ogólnego zarządu	5,6	6,0	6,4	6,3	6,2	6,3	6,4	6,5
EBITDA	12,1	14,0	15,6	16,3	16,7	17,0	16,8	16,5
Bilans poz. dział. oper.	-0,7	-1,2	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
EBIT	10,1	11,9	13,4	13,9	14,5	14,9	14,7	14,6
Działalność finansowa	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Udział w zysku jedn. stowarzyszonej	0,0	0,0	0,8	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8
Wynik przed opodatkowaniem	10,0	11,9	14,4	15,1	15,7	16,2	16,2	16,3
Podatek dochodowy	2,0	2,6	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8
Wynik netto	8,0	9,3	11,7	12,5	13,0	13,4	13,5	13,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Historyczne dynamiki i marże oraz ich prognozy

(mln zł)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Dynamika wyników rdr:								
Przychody ze sprzedaży	71,2%	20,1%	1,0%	9,4%	5,9%	4,3%	2,7%	1,4%
Wynik brutto na sprzedaży	1,9%	9,1%	7,3%	5,6%	3,7%	2,8%	1,2%	1,0%
Wynik EBITDA	36,8%	16,3%	10,9%	4,5%	2,8%	1,7%	-1,5%	1,5%
Wynik EBIT	49,3%	18,3%	13,0%	3,4%	4,1%	2,8%	-1,0%	-1,0%
Wynik netto	40,0%	19,3%	20,5%	6,9%	4,2%	3,5%	0,2%	0,3%
Marże:								
Marża brutto na sprzedaży	19,9%	18,0%	19,2%	18,5%	18,1%	17,9%	17,6%	17,5%
Marża EBITDA	4,3%	4,2%	4,6%	4,4%	4,2%	4,1%	4,0%	3,8%
Marża EBIT	3,6%	3,5%	3,9%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%
Marża netto	2,9%	2,8%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%	3,1%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Wynik wyceny metodą DCF

Kalkulacja średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	>2022P
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Beta	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7
Premia za ryzyko kapitału własnego	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Koszt kapitału własnego	15,0%	15,0%	14,4%	14,4%	13,8%	13,8%
Premia za ryzyko długu	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Udział długu	0%	0%	0%	0%	0%	0%
WACC	15,0%	15,0%	14,4%	14,4%	13,8%	13,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wolnych przepływów pieniężnych (FCFF)

(mln zł)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	>2022P
EBIT	13,9	14,5	14,9	14,7	14,6	
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	11,3	11,7	12,0	11,9	11,8	
Amortyzacja	2,4	2,3	2,1	2,0	1,9	
CAPEX	2,5	1,0	1,0	1,0	1,0	
Zmiana KON	4,0	3,0	2,5	2,0	1,5	
Udział w zysku jedn. stow.	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8	
FCFF	8,3	11,3	12,1	12,6	13,0	12,0
Zdyskontowane FCFF (DFCFF)	7,8	9,2	8,7	7,8	7,3	

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wartości 1 akcji

Suma DFCFF (mln zł)	40,7
Tempo wzrostu po okresie prognozy	0%
Wartość rezydualna – RV (mln zł)	86,9
Zdyskontowana wartość rezydualna (mln zł)	48,6
Wartość firmy – EnV (mln zł)	89,2
Dług netto (mln zł)	-11,0
Wartość kapitału własnego – EqV (mln zł)	100,2
Liczba akcji (mln)	3,7
Wartość 1 akcji na dzień 30.06.2018 r.	26,74
Wartość 1 akcji na dzień 17.10.2018 r.	27,88
12-miesięczna cena docelowa 1 akcji	32,07

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: tempo wzrostu po okresie prognozy i premia za ryzyko kapitału własnego

		Tempo wzrostu po okresie prognozy								
		-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Premia za ryzyko kapitału własnego	4,0%	35,82	36,61	37,48	38,43	39,46	40,61	41,87	43,28	44,85
	4,5%	34,10	34,78	35,52	36,32	37,19	38,14	39,18	40,33	41,60
	5,0%	32,61	33,19	33,82	34,50	35,24	36,04	36,91	37,86	38,91
	5,5%	31,28	31,79	32,33	32,92	33,55	34,23	34,96	35,77	36,64
	6,0%	30,10	30,55	31,02	31,53	32,07	32,65	33,28	33,96	34,70
	6,5%	29,05	29,44	29,86	30,30	30,77	31,27	31,82	32,40	33,03
	7,0%	28,11	28,45	28,82	29,20	29,62	30,06	30,53	31,03	31,57
	7,5%	27,25	27,56	27,88	28,22	28,59	28,97	29,39	29,82	30,29
	8,0%	26,48	26,75	27,04	27,34	27,66	28,01	28,37	28,75	29,16

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: beta po okresie prognozy i premia za ryzyko kapitału własnego

		Beta po okresie prognozy								
		1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
Premia za ryzyko kapitału własnego	4,0%	49,50	47,40	45,50	43,78	42,21	40,78	39,46	38,26	37,15
	4,5%	46,95	44,88	43,02	41,35	39,83	38,45	37,19	36,03	34,97
	5,0%	44,71	42,68	40,87	39,24	37,77	36,44	35,24	34,13	33,13
	5,5%	42,72	40,74	38,97	37,40	35,98	34,70	33,55	32,49	31,53
	6,0%	40,95	39,01	37,30	35,77	34,41	33,18	32,07	31,07	30,15
	6,5%	39,35	37,47	35,80	34,33	33,01	31,83	30,77	29,81	28,94
	7,0%	37,92	36,08	34,46	33,04	31,77	30,63	29,62	28,70	27,87
	7,5%	36,61	34,82	33,26	31,88	30,65	29,56	28,59	27,71	26,92
	8,0%	35,43	33,69	32,17	30,83	29,65	28,60	27,66	26,82	26,07

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: beta po okresie prognozy i tempo wzrostu po okresie prognozy

		Beta po okresie prognozy								
		1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
Tempo wzrostu po okresie prognozy	-2,0%	36,93	35,49	34,19	33,02	31,96	30,99	30,10	29,29	28,55
	-1,5%	37,81	36,26	34,88	33,63	32,50	31,48	30,55	29,70	28,91
	-1,0%	38,76	37,10	35,62	34,29	33,09	32,01	31,02	30,12	29,30
	-0,5%	39,80	38,01	36,42	35,00	33,72	32,57	31,53	30,58	29,71
	0,0%	40,95	39,01	37,30	35,77	34,41	33,18	32,07	31,07	30,15
	0,5%	42,21	40,10	38,25	36,61	35,15	33,83	32,65	31,59	30,62
	1,0%	43,61	41,31	39,20	37,52	35,95	34,54	33,28	32,15	31,12
	1,5%	45,17	42,65	40,45	38,52	36,82	35,31	33,96	32,75	31,66
	2,0%	46,92	44,13	41,73	39,63	37,78	36,15	34,70	33,41	32,24

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII

Opis spółki

Profil działalności i model biznesowy

Eurotel specjalizuje się w sprzedaży detalicznej, prowadząc sieci salonów sprzedaży podmiotów trzecich. Obecnie Grupa współpracuje z następującymi podmiotami:

- **T-Mobile Polska S.A.** – operator sieci telefonii komórkowej T-Mobile
Spółka jest autoryzowanym agentem T-Mobile, współpracując z tym operatorem już od 1996 roku (wcześniej funkcjonującym jako Era), czyli od początku istnienia cyfrowej telefonii komórkowej w Polsce. Na koniec I półrocza 2018 roku Eurotel prowadził 104 punkty sprzedaży, w tym 32 własne, co stanowiło około 15% całej sieci sprzedaży T-Mobile (ogółem w całej Polsce znajduje się około 650 salonów T-Mobile). Obecnie współpraca polega wyłącznie na sprzedaży usług i produktów znajdujących się w ofercie operatora na rynku prywatnym (dla klientów indywidualnych). Działalność w zakresie obsługi rynku biznesowego była bowiem stopniowo ograniczana i ostatecznie została zakończona w 2018 roku w wyniku zmian w zasadach współpracy wprowadzonych we wcześniejszych latach przez operatora T-Mobile.
- **Play Communications S.A.** – operator sieci telefonii komórkowej Play
Współpraca trwa od 2009 roku i prowadzona jest za pośrednictwem spółki zależnej Viamind Sp. z o.o., która jest autoryzowanym partnerem operatora. W jej ramach Grupa Eurotel prowadzi sieć salonów sprzedaży, która na koniec I półrocza 2018 roku liczyła 91 punktów, w tym 41 własne (spośród ogółem około 890 salonów Play w całej Polsce). Poza sprzedażą usług i produktów dla klientów indywidualnych działalność skupia się także na obsłudze klientów biznesowych – na koniec I półrocza 2018 roku zespół doradców biznesowych dedykowanych do obsługi firm liczył ponad 60 osób.
- **ITI Novision Sp. z o.o.** – operator Platformy Telewizji Satelitarnej „nc+”
Spółka jest autoryzowanym przedstawicielem Platformy „nc+”. Współpraca polega na obsłudze logistycznej i organizacyjnej sieci punktów sprzedaży. Zlokalizowane są one w sklepach RTV, serwisach urządzeń satelitarnych itp. Ponadto Eurotel posiada dedykowane stoiska wolnostojące w formie „wysp” w centrach handlowych oraz samodzielne lokale, które mają wówczas specjalny status w ramach tego operatora. Na koniec I półrocza 2018 roku sieć liczyła 37 punktów sprzedaży, w tym 3 własne (ogółem w Polsce jest około 670 punktów obsługi i sprzedaży „nc+”).
- **Apple Distribution International** – spółka zależna Apple Inc.
Działalność ta jest prowadzona pod własną marką iDream. Spółka w 2013 roku podpisała umowę z Apple Distribution International, na mocy której została Autoryzowanym Dystrybutorem sprzętu Apple oraz uzyskała możliwość budowy sieci salonów z produktami tej firmy klasy Premium (dzięki posiadaniu statusu Premium, możliwe jest uzyskiwanie najwyższych upustów na zakup towaru oraz dostęp do premier sprzętu na zasadzie pierwszeństwa; poza iDream status Apple Premium Reseller w Polsce mają jeszcze takie firmy jak iSpot i Cortland). Poza tym współpraca pozwala na rozwijanie również innych obszarów związanych z obsługą klienta, takich jak serwis sprzętu, rozwiązania biznesowe czy edukacja – część z tych aktywności jest już prowadzona, a część ma zostać dopiero wprowadzona do oferty iDream. Na koniec I półrocza 2018 roku Grupa Eurotel prowadziła 11 salonów ze statusem Apple Premium Reseller oraz 5 autoryzowanych serwisów urządzeń Apple, w tym biuro handlowe z serwisem w Warszawie obsługujące klientów biznesowych (np. ubezpieczyciele, korporacje), z którymi są podpisane umowy o tego rodzaju usługi. Jednocześnie rozwijany jest sklep internetowy iDream.pl.

Eurotel działa od samego początku na rynku telefonii komórkowej w Polsce. Posiadany know-how z tego tytułu jest istotną przewagą konkurencyjną Spółki, ponieważ obecnie niewiele jest firm na rynku mogących pochwalić się takim stażem i doświadczeniem. W ramach współpracy z T-Mobile i Play Emitent zarządza jednymi z największych sieci sprzedaży w naszym kraju. Spółka zarządza również znaczącą siecią w ramach współpracy z operatorem „nc+”. Rozwój i budowanie pozycji Spółki na rynku odbywały się przede wszystkim za pomocą licznych akwizycji.

Warto w tym miejscu zaznaczyć, że już na poziomie wyboru lokalizacji salonu decydujące zdanie ma operator. Decyzja o udzieleniu autoryzacji dotyczy zarówno miejscowości, jak i konkretnej lokalizacji salonu sprzedaży. Przy podejmowaniu decyzji o otwarciu salonu decyduje szereg czynników, wśród których można wymienić np.: poziom nasycenia innymi

punktami danego operatora, jak i konkurencyjnych sieci, liczba mieszkańców danej miejscowości, potencjał lokalnego rynku i perspektywy jego rozwoju, stopa bezrobocia i inne parametry ekonomiczno-statystyczne. Działa to też w drugą stronę – operator może zdecydować o redukcji wielkości sieci i zamknięciu wybranych salonów sprzedaży, do czego muszą dostosować się partnerzy, tacy jak Eurotel. Jednocześnie zważywszy na powyższe, a także na duże nasycenie rynku salonami sprzedaży, bariery wejścia na rynek są na tyle duże, że trudno sobie wyobrazić pojawienie się nowego znaczącego konkurenta (większość atrakcyjnych lokalizacji jest już zajęta więc zbudowanie od nowa konkurencyjnej sieci sprzedaży byłoby dużym wyzwaniem).

Jednym z głównych źródeł przychodów Grupy Eurotel są prowizje za zawierane z klientami usług telekomunikacyjnych oraz telewizji satelitarnej umowy i aneksy do nich, ujmowane jako przychody ze sprzedaży produktów. Prowizje należne dla partnerów sieci Eurotel, wypłacane w oparciu o zestawienie od operatora i na tej podstawie wystawianej przez nich faktury, stanowią natomiast koszt wytworzenia sprzedanych produktów. Zasady rozliczeń z operatorami nie są stałe, co może wpływać na efektywność działalności Spółki w związku z modyfikacją marż lub prowizji. Zależą one w największym stopniu od decyzji danego operatora, jednak w pewnym stopniu muszą uwzględniać również istniejące warunki rynkowe obowiązujące w innych sieciach komórkowych. Jak podkreśla przy tym Zarząd Emitenta, każdy system rozliczeń powinien umożliwiać realizację celów operatora, ale i zabezpieczać przychody sieci sprzedaży. Z drugiej strony, w momentach kiedy ogólna sytuacja na rynku jest sprzyjająca, a oferta odbierana jest przez klientów jako atrakcyjna, nawet mniej korzystny system rozliczeń może zapewnić oczekiwany poziom przychodów dla sieci sprzedaży. Ważne jest zatem dodatkowe wspieranie działań na rynku przez operatora (budowa konkurencyjnej oferty dla klientów i odpowiedniego przekazu marketingowego), na co jednak Grupa Eurotel nie ma de facto wpływu – to przede wszystkim od operatora zależy atrakcyjność oferty, a w konsekwencji ostateczny efekt sprzedaży.

W przypadku współpracy z operatorem sieci T-Mobile dotychczas zmiany rozliczeń dokonywane były corocznie. Ostatnia z nich miała miejsce w maju 2017 roku, kiedy to marżowy system prowizyjny (prowizja uzależniona od uzyskiwanej marży, którą warunkują głównie wartość abonamentu i czas trwania umowy, a także to, czy umowa dotyczy samej usługi, czy również sprzętu) zastąpiony został ilościowym systemem rozliczeń z operatorem (powiązanie liczby podpisanych umów z prowizją otrzymywaną przez dany punkt sprzedaży). Ponadto istnieją jeszcze dodatkowe składniki prowizyjne, przyznawane za osiągnięcie określonych przez operatora tzw. priorytetów sprzedażowych (np. udział umów z telefonem lub umów z nowymi klientami), które także zmieniają się w czasie. Co do zasady prowizje od operatora sieci T-Mobile są rozliczane w okresach miesięcznych. Grupa Eurotel nie ujawnia natomiast szczegółów dotyczących zasad rozliczeń z operatorami sieci Play i Platformy “nc+”, choć spodziewać się można, że ogólne mechanizmy wyglądają w tych przypadkach podobnie. Warto również wspomnieć, że zgodnie z publikowanymi przez Spółkę informacjami zapisy w umowach z partnerami zawierają klauzule dotyczące 12-miesięcznego okresu wypowiedzenia. Eurotel podkreśla przy tym, że obecnie nie istnieją przesłanki do przewidywania w najbliższej przyszłości możliwości ich wypowiedzenia.

Wśród przychodów ze sprzedaży produktów ujmowane są także przychody uzyskiwane z usług serwisowych sprzętu Apple, w tym w zakresie napraw gwarancyjnych i pogwarancyjnych dla klientów instytucjonalnych, z którymi podpisano umowy o współpracę. Planowane jest przy tym dalsze poszerzanie aktywności związanych z obsługą klienta, np. o szkolenia w zakresie użytkowania urządzeń Apple i edukację.

Drugą kategorią uzyskiwanych przychodów Grupy są przychody ze sprzedaży towarów, a więc przede wszystkim sprzętu Apple (wartościowo zdecydowanie największy udział), telefonów komórkowych oraz akcesoriów do nich, a także doładowań i starterów pre-paid. Warto przy tym zauważyć, że w działalności związanej z operatorem T-Mobile Spółka nie uzyskuje marży w przypadku sprzedaży telefonów razem z umową, a część towaru (telefony komórkowe w promocji i inne towary) pozostaje własnością operatora (telefony stają się własnością Eurotel dopiero wtedy, gdy nie zostaną sprzedane w ciągu 720 dni), co znajduje odzwierciedlenie w stosunkowo niedużych obrotach w ramach tego obszaru (telefony, które są własnością T-Mobile nie są ewidencjonowane w obrotach) oraz skutkuje obniżeniem wartości stanów magazynowych mimo dość znacznej skali współpracy. Do produktów z kategorii pre-paid należą przede wszystkim produkty pod marką T-Mobile na kartę i Heyah, Play na kartę, a dodatkowo produkty związane z ofertą Platformy “nc+”. Są to karty z numerem oraz kupony lub jednostki uzupełniające wartość (i ważność) kont (telefonów, telewizji na kartę), a na sprzedaży tych produktów Eurotel uzyskuje marże handlowe, które pozostają w Spółce od razu w chwili sprzedaży. W przypadku działalności związanej ze sprzedażą sprzętu Apple Spółka zwraca uwagę na dość wysoką konkurencyjność rynku i dostępność tego rodzaju produktów w różnych kanałach sprzedaży, co skutkuje ograniczonymi poziomami uzyskiwanej marży. W tym segmencie należy również zauważyć stosunkowo duże uzależnienie Grupy Eurotel od kilku

znaczących odbiorców, którzy mają istotny udział w generowanych przychodach iDream i jednocześnie z którymi współpraca w dłuższej perspektywie czasu jest trudna do oceny, co może skutkować znacznym obniżeniem przychodów w przypadku zakończenia takiej współpracy.

Struktura Grupy Kapitałowej

W skład Grupy Kapitałowej Eurotel wchodzi 4 podmioty. Jednostką dominującą jest Eurotel S.A., która odpowiada m.in. za prowadzenie sieci salonów sprzedaży oraz sprzedaż towarów i usług operatora T-Mobile oraz ITI Neovision (operator Platformy Telewizji Satelitarnej „nc+”). Ponadto, Eurotel jest Autoryzowanym Partnerem Apple. Jednostki zależne w Grupie tworzą Viamind Sp. z o.o., zajmująca się prowadzeniem sieci salonów sprzedaży oraz sprzedażą towarów i usług operatora Play, a także powołana 7 grudnia 2017 roku 2Way Sp. z o.o. w celu realizacji różnych nowych projektów niezwiązanych z podstawowym przedmiotem działalności Emitenta. W obydwu wymienionych wyżej podmiotach Eurotel S.A. posiada 100% udziałów w kapitale zakładowym. Skład Grupy Kapitałowej powiększa jednostka stowarzyszona Soon Energy Poland Sp. z o.o., powołana 1 października 2015 roku, w której Spółka objęła 40% udziałów. Podmiot ten prowadzi działalność na rynku odnawialnych źródeł energii, w segmencie fotowoltaiki. Jego sprawozdania finansowe są konsolidowane metodą praw własności.

Rysunek 1.: Schemat struktury Grupy Kapitałowej Eurotel (stan na dzień 30 czerwca 2018 roku)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

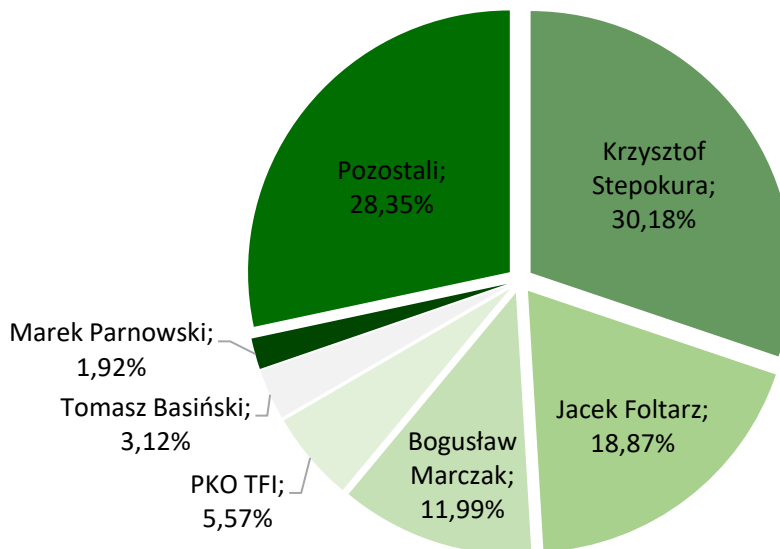
Akcjonariat

Eurotel zadebiutował na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w grudniu 2006 roku. W ramach przeprowadzonej oferty publicznej Spółka pozyskała 19.687.500 zł przy cenie emisyjnej równej 14 zł. Implikowało to wówczas wycenę Spółki na poziomie 54,7 mln zł. Od tego momentu Spółka nie dokonała kolejnych emisji. W 2009 roku przeprowadziła za to skup akcji własnych, w którym skupiła 157.995 walorów (tj. stanowiących 4,04% ogólnej liczby głosów).

Kapitał zakładowy Eurotel S.A. wynosi 749.651 zł i składa się z 3.748.255 akcji zwykłych o wartości nominalnej 0,20 zł każda. Największym akcjonariuszem Spółki jest Krzysztof Stepokura, który od 30 maja 2007 roku pełni funkcję Prezesa Zarządu. Posiada on 30,18% udziałów w kapitale zakładowym i ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu. Drugim największym akcjonariuszem jest Jacek Foltarz, który obecnie pełni funkcję Wiceprzewodniczącego Rady Nadzorczej i posiada walory stanowiące 18,87% w kapitale zakładowym i ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu. Wśród innych akcjonariuszy zasiadających w organach Spółki wymienić należy jeszcze Tomasza Basińskiego – Wiceprezesa Zarządu z udziałem 3,12%, a także Marka Parnowskiego – członka Rady Nadzorczej z udziałem 1,92%. Wszystkie wspomniane powyżej osoby, będące jednocześnie założycielami Spółki, posiadają 54,09% w kapitale zakładowym

i w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu Eurotel. Pozostali ujawnieni akcjonariusze to Bogusław Marczak z udziałem 11,99% oraz PKO TFI – 5,57%. Jednocześnie zwracamy uwagę, że 8 października 2018 roku Spółka poinformowała o otrzymaniu zawiadomienia o zmniejszeniu zaangażowania poniżej progu 5% przez fundusze zarządzane przez Altus TFI (zmniejszenie udziału z 5,01% do 4,95%).

Rysunek 2.: Struktura akcjonariatu Eurotel S.A. – udział w ogólnej liczbie głosów



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Warto przy tym zwrócić uwagę na osobiste uprawnienia, jakie zgodnie z treścią statutu przysługują założycielom Spółki, tj. prawo powoływania i odwoływania po jednym członku Rady Nadzorczej Eurotel (uprawnienie to wygasa z chwilą, gdy liczba posiadanych akcji spadnie poniżej 10% ogólnej liczby akcji). Dodatkowo Krzysztof Stepokura i Jacek Foltarz mają prawo do powoływania i odwoływania po jednym członku Zarządu (uprawnienie to wygasa z chwilą zbycia przez danego założyciela wszystkich posiadanych przez niego akcji Spółki).

Strategia działalności i plany rozwoju

Strategia i działania Eurotelu w poprzednich latach w istotnej mierze koncentrowały się na dywersyfikacji prowadzonej działalności, aby uniezależnić się od jednego podmiotu i branży, w tym wypadku od T-Mobile. W tym celu Spółka podejmowała szereg działań i dodatkowych aktywności (np. sprzedaż produktów Euronet). W 2009 roku Eurotel objął 70,01% udziałów w firmie Viamind Sp. z o.o., poszerzając zakres działalności o prowadzenie salonów sprzedaży operatora Play (wraz z początkiem 2013 roku Spółka objęła pozostałe udziały w Viamind). Od 2007 roku Eurotel współpracował z operatorem Platformy Telewizji Satelitarnej „n”, która w 2010 roku zmieniła nazwę na „nc+” po połączeniu z Canal+. W 2013 roku Emitent rozpoczął współpracę z Apple, zostając Autoryzowanym Partnerem tej firmy, jednocześnie tworząc markę iDream. W 2015 roku Spółka podjęła decyzję o zaangażowaniu się w zupełnie nowy obszar działalności, obejmując 40% udziałów w powołanej firmie Soon Energy Poland Sp z o.o., która zajmuje się fotowoltaiką. Natomiast w grudniu 2017 roku Eurotel powołał nową spółkę zależną 2Way Sp. z o.o., która również ma realizować nowe projekty, niezwiązane z podstawowym przedmiotem działalności Emitenta. Pod koniec 2017 roku Eurotel złożył też niewiążącą ofertę zakupu udziałów w firmie działającej na rynku elektroniki użytkowej. Została ona jednak odrzucona i nie kontynuowano dalszych negocjacji.

Grupa Eurotel ma zamiar kontynuować strategię dalszej dywersyfikacji działalności, w tym zarówno poprzez przejęcia (choć aktualnie brak jest konkretnych celów akwizycyjnych), jak i poprzez rozwój dotychczasowych aktywności. Choć obecnie brak jest potencjalnych celów, które mogłyby być przedmiotem akwizycji, wydaje się, że Spółka jest odpowiednio przygotowana do tego procesu - z jednej strony ma na tym polu spore doświadczenie, a z drugiej strony przemawia za tym korzystna sytuacja finansowa Grupy (praktycznie brak oprocentowanego zadłużenia, wysoka płynność i relatywnie wysoki stan środków pieniężnych). Emitent widzi przestrzeń do poprawy współpracy, a przy tym wyników finansowych, zarówno z operatorem T-Mobile, jak i Play. W tym celu planowane jest m.in. podjęcie efektywniejszych działań organizacyjnych zmierzających do poprawy wyników jednostki zależnej Viamind, aby osiągnięte przez nią rezultaty nie odbiegały od sytuacji rynkowej – oczekuje się podniesienia efektywności sprzedaży do poziomu innych porównywalnych firm w ramach sieci Play. Postępuje przy tym proces zmniejszania udziału punktów własnych w liczbie placówek ogółem (zdaniem Zarządu Spółki optymalna struktura sieci to około 20% placówek własnych, podczas gdy na koniec I półrocza 2018 roku było to nieco ponad 30%), co ma zapewniać większe bezpieczeństwo finansowe Grupie (Eurotel generuje dodatnie wyniki również wtedy, gdy poszczególne placówki partnerskie są nierentowne). Jednocześnie Emitent dostrzega możliwość zwiększenia skali współpracy z Apple, planując rozszerzenie oferty usług, a także powiększając sieć sprzedaży o dwa kolejne salony iDREAM (w tym roku jeden został już otwarty w Gdańsku, drugi ma powstać w październiku w Katowicach, przez co sieć obejmować będzie ogółem 12 placówek stacjonarnych). Prowadzony jest również dalszy rozwój sklepu internetowego idream.pl, a także kontynuowany ma być proces rozwoju obsługi biznesowej w oparciu o dostarczanie kompletnych rozwiązań systemowych służących do zarządzania i obsługi firm w oparciu o sprzęt Apple i oprogramowanie dedykowane do tych rozwiązań. Pomimo że obecnie nie są prowadzone żadne negocjacje, wciąż istnieje potencjał do rozwoju poprzez akwizycje, choć będzie to uwarunkowane potencjalnymi okazjami pojawiającymi się na rynku. Doświadczenie Emitenta na tym polu oraz korzystna sytuacja finansowa (praktycznie brak oprocentowanego zadłużenia, wysoka płynność i relatywnie wysoki stan środków pieniężnych) przemawiają na korzyść Spółki.

W ramach spółki Soon Energy Zarząd oczekuje dalszego pozyskiwania nowych zleceń, dzięki czemu będzie możliwe ustabilizowanie aktualnego trendu wzrostowego i dalsza poprawa wyników – efektem ma być taka skala wypracowanego zysku za 2018 roku, która umożliwi inwestycje i dokonanie zakupów towaru oraz jednocześnie wypłatę dywidendy (być może już w następnym roku).

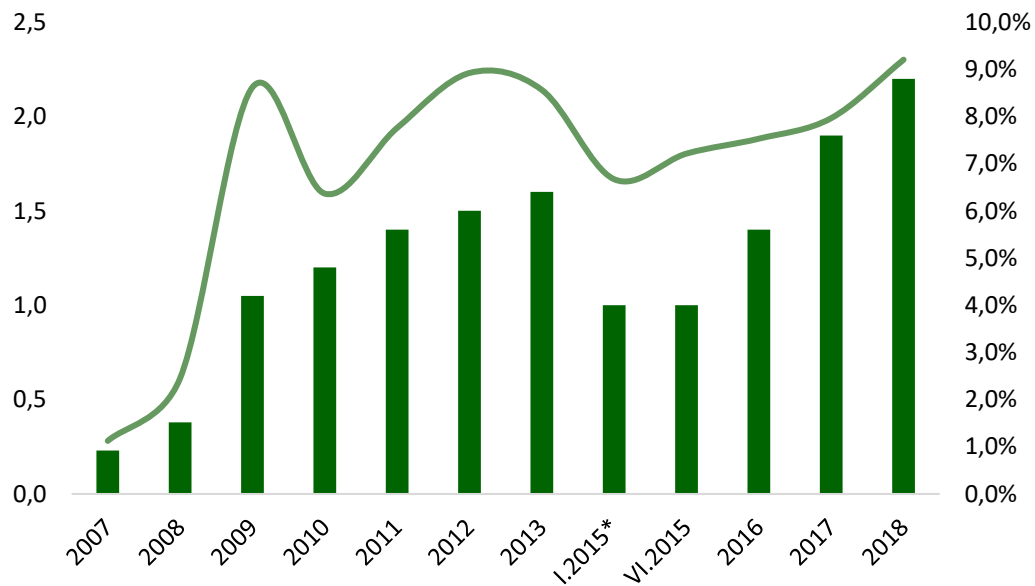
W marcu 2018 roku Eurotel informował, że jego firma zależna 2Way zawarła umowę spółki z o. o. pod nazwą Multiconvert.pl, do której wniosła aportem know-how o wartości 220 tys. zł netto, obejmując w zamian udziały stanowiące 48% kapitału zakładowego. Celem nowej spółki jest utworzenie platformy Multiconvert.pl, działającej jako multiagent on-line, sprzedającej w pełni automatycznie usługi i produkty różnych operatorów i dostawców klientom B2C bez potrzeby angażowania zasobów call center, telesprzedaży i sklepów tradycyjnych. Jak podawał wcześniej Emitent, zakładany poziom przychodów po dwóch latach działalności może przekroczyć 2 mln zł. Póki co działalność Multiconvert.pl jest jednak na wczesnym etapie rozwoju i nie jest istotna z punktu widzenia Grupy Eurotel. Spółka ocenia, że ocena dalszych losów tego projektu podjęta będzie po zakończeniu 2018 roku.

Polityka dywidendy

Spółka regularnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami od 2007 roku, podkreślając jednocześnie, że jest to główna cecha jej polityki na rynku kapitałowym. Jak przeczytać można na korporacyjnej stronie internetowej, Zarząd Eurotel publikuje swoją rekomendację co do dywidendy biorąc każdorazowo pod uwagę trzy elementy: uzyskany wynik finansowy za poprzedni rok, plany inwestycyjne w najbliższej przyszłości oraz posiadanie wolnych środków obrotowych.

Na przestrzeni ostatnich lat stopa dywidendy oscylowała pomiędzy 7% a 9%. Rekordowa dywidenda została wypłacona w 2018 roku – wyniosła ona 2,2 zł na akcję, a stopa dywidendy sięgnęła wówczas 9,2%.

Rysunek 3.: Wartość dywidendy przypadającej na jedną akcję i stopa dywidendy Eurotel S.A.



**Dywidenda z zysku za 2013 rok została wypłacona dopiero na początku 2015 roku.*

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Analiza otoczenia

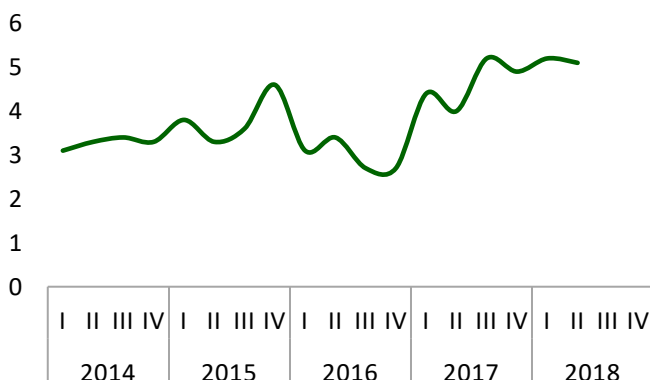
Otoczenie makroekonomiczne

Sytuacja gospodarcza Polski pozostaje bardzo dobra, choć zgodnie z prognozami rynkowymi osiągnięty został właśnie szczyt obecnego cyklu koniunkturalnego. Według wstępnego szacunku GUS w II kw. 2018 roku produkt krajowy brutto naszego kraju był realnie wyższy rdr o 5,1% wobec wzrostu o 4% w analogicznym okresie 2017 roku oraz wobec wzrostu o 5,2% w poprzednim kwartale. Motorem napędowym polskiej gospodarki pozostaje popyt konsumpcyjny, wspierany przez zwiększające się zatrudnienie i niski poziom bezrobocia, rosnące płace, bardzo dobre nastroje konsumentów, a także umiarkowaną dynamikę cen konsumpcyjnych czy wypłaty z programu Rodzina 500 plus.

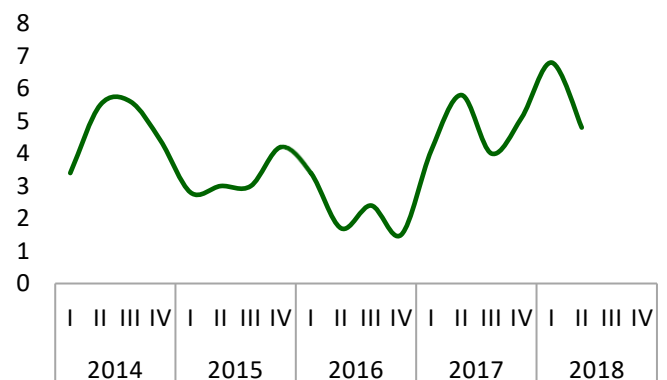
W II kw. 2018 roku popyt krajowy wzrósł o 4,8% rdr, podczas gdy kwartał wcześniej dynamika wyniosła 6,8% rdr. Spowolnienie to było efektem zdecydowanie mniejszego wzrostu akumulacji brutto (4,9% rdr w II kw. 2018 roku wobec 21% rdr w I kw. 2018 roku). Spożycie ogółem zwiększyło się o 4,8% rdr wobec wzrostu o 4,5% rdr kwartał wcześniej. W sektorze gospodarstw domowych spożycie urosło o 4,9% rdr wobec 4,8% rdr w I kw. 2018 roku. Po wyraźnym przyspieszeniu tempa wzrostu inwestycji w I kw. 2018 roku, tj. do 8,1% rdr, dynamika wyhamowała w II kw. 2018 roku do 4,5% rdr, co należy uznać za duże rozczarowanie, choć częściowo wpłynęła na to zmiana sposobu księgowania wydatków zbrojeniowych. Jednocześnie wnioskować można, że wyczekiwana poprawa poziomu inwestycji wśród przedsiębiorstw prywatnych wciąż nie nastąpiła – wśród inwestycji zdecydowanie przeważają inwestycje sektora publicznego.

W sierpniu br. wzrost wynagrodzeń nieco spowolnił i wyniósł 6,8% w ujęciu rok do roku wobec wzrostu o 7,2% rdr w lipcu. Dynamika przyrostu zatrudnienia była natomiast równa 3,4% rdr wobec 3,5% rdr miesiąc wcześniej. We wrześniu 2018 r. odnotowano niewielką poprawę zarówno obecnych, jak i przyszłych nastrojów konsumenckich w stosunku do poprzedniego miesiąca: wartość wskaźnika BWUK wyniosła 6,9 wobec 6,2 miesiąc wcześniej, natomiast wartość wskaźnika WWUK była na poziomie 3,1 wobec 2,4 w sierpniu. Jak pokazują dane GUS, ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły w sierpniu 2018 r. o 2% rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem utrzymały się na tym samym poziomie.

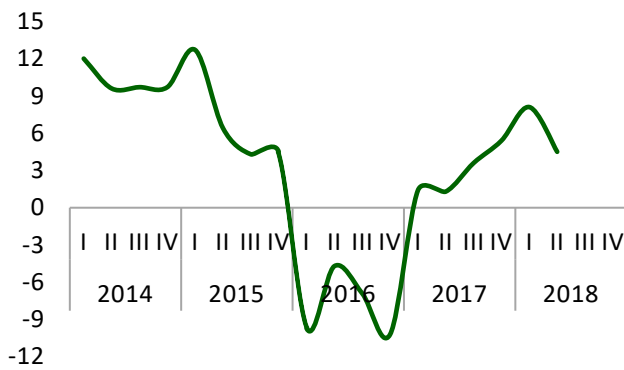
PKB rdr (%)



Popyt wewnętrzny rdr (%)



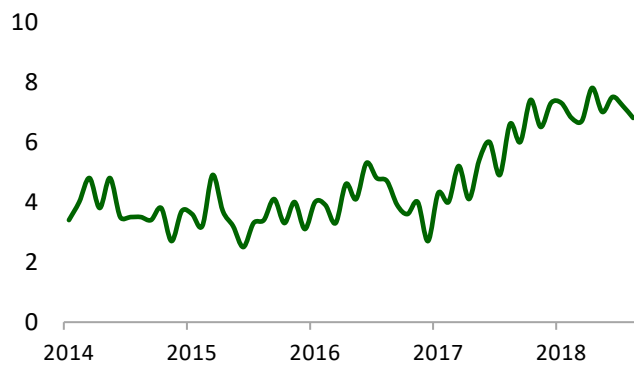
Inwestycje rdr (%)



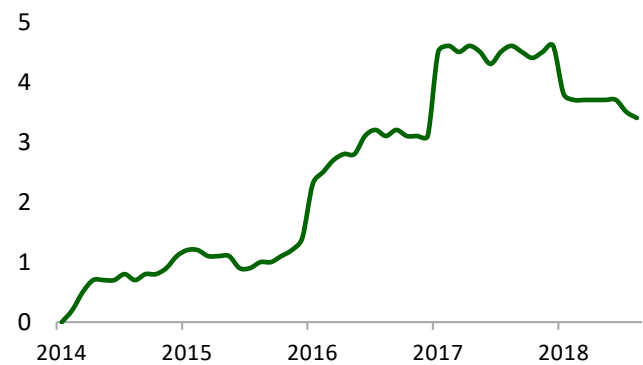
Inflacja CPI rdr (%)



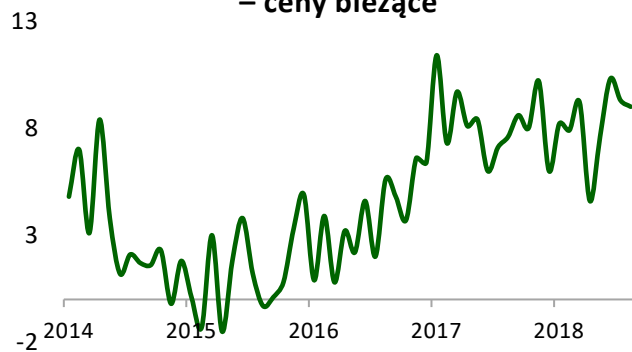
Dynamika wynagrodzeń rdr (%)



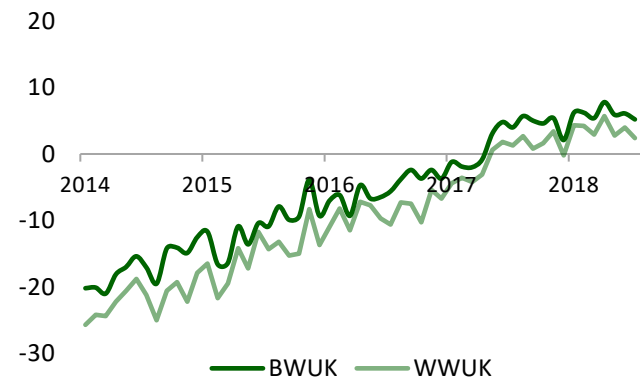
Zatrudnienie rdr (%)



**Sprzedaż detaliczna rdr (%)
– ceny bieżące**



Wskaźniki ufności konsumenckiej



Według najnowszej projekcji NBP, zaprezentowanej w dokumencie Raport o inflacji – lipiec 2018 r., prognoza wzrostu PKB na 2018 rok została podniesiona z 4,2% rdr do 4,6% rdr, do czego przyczynił się wyższy od oczekiwań odczyt tej kategorii za I kw. 2018 roku. W 2019 roku dynamika ma natomiast wyhamować i wynieść 3,8% rdr, a w 2020 roku 3,5% rdr.

Jednocześnie centralna ścieżka projekcji na lata 2018-2020 dla pozostałych wybranych wskaźników makroekonomicznych kształtuje się następująco:

- głównym źródłem wzrostu gospodarczego pozostanie spożycie prywatne przy wzroście rdr o 4,4% w 2018 roku, 4% w 2019 roku i 3,6% w 2020 roku;
- w kolejnych latach tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe obniży się, tj. z 8,4% w 2018 roku do 6,7% w 2019 roku i 4,7% w 2020 roku;
- wskaźnik inflacji CPI w horyzoncie projekcji wzrośnie i w latach 2019-2020 będzie na poziomie powyżej 2,5% (odpowiednio 2,7% i 2,9%) wobec 1,8% w 2018 roku;
- wynagrodzenia wzrosną o odpowiednio 6,9%, 7,0% i 6,8% rdr;
- stopa bezrobocia (wg BAEL) spadnie do odpowiednio 3,6%, 3,4% i 3,3%.

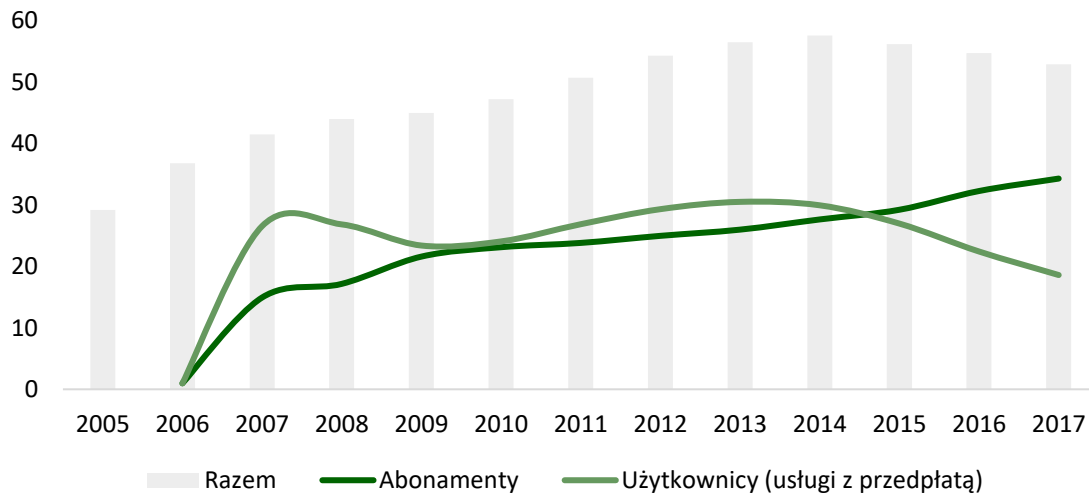
Operatorzy telefonii komórkowej w Polsce

Liczba kart SIM w Polsce systematycznie rosła do 2014 roku. Jak podaje GUS, w 2005 roku było ich około 29,2 mln sztuk, a na 100 mieszkańców Polski przypadało 76,4 kart SIM. Do 2014 roku liczby te zwiększyły się odpowiednio do 57,6 mln (o 97,3% więcej) i 149,6 (+95,8%). Od tego momentu liczba kart SIM zaczęła maleć – na koniec 2017 roku wyniosła 52,9 mln sztuk, a wskaźnik penetracji spadł do 137,6. Można jednak zauważyć, że spadek łącznej liczby kart SIM wynikał ze zmniejszenia liczby kart w usłudze z przedpłatą (pre-paid) – z 30 mln na koniec 2014 roku do 18,6 mln na koniec 2017 roku. Wciąż rośnie natomiast liczba abonamentów, która na koniec 2017 roku sięgnęła 34,3 mln.

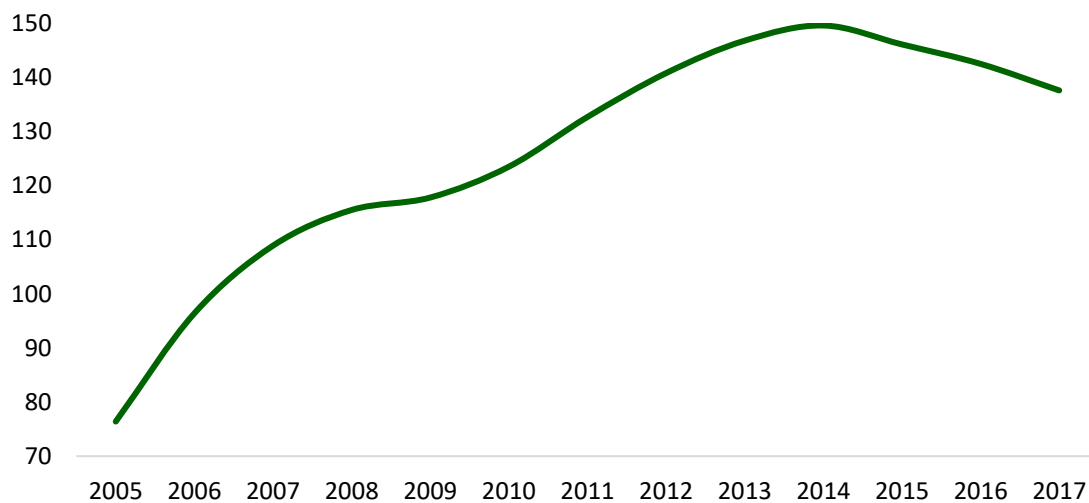
Wspomniany wyżej spadek liczby kart SIM w usłudze z przedpłatą można tłumaczyć kilkoma czynnikami. Pierwszy z nich to poprawa oferty abonamentowej operatorów, a także jej większa przystępność cenowa. Na popularności zyskuje również mobilny dostęp do Internetu, a ten jest zazwyczaj znacznie tańszy w abonamencie. Ponadto nastąpiły zmiany w prawie, które wprowadziły wymóg rejestracji kart pre-paid do końca lutego 2017 roku. Część kart nie została zarejestrowana, przez co zostały one dezaktywowane, a przez wymóg rejestracji dla części klientów oferta pre-paid mogła stracić na atrakcyjności.

Warto też zwrócić uwagę, że część aktywnych kart SIM jest kartami firmowymi, a wiele z nich służy do obsługi różnego rodzaju urządzeń zdolnych do komunikacji z innymi urządzeniami, czyli M2M (alarmów, zdalnych urządzeń pomiarowych, GPS itp.). Dlatego pomimo relatywnie wysokiego wskaźnika penetracji wydaje się, że wciąż istnieje potencjał sprzedaży nowych kart. Nie bez znaczenia jest też zmiana struktury wiekowej potencjalnych użytkowników – dla młodego pokolenia coraz bardziej niezbędne jest posiadanie telefonu komórkowego, a próg wieku wejścia stale ulega obniżeniu. Ponadto, występuje znaczny ruch migracyjny pomiędzy poszczególnymi operatorami, co jest ułatwione poprzez uproszczoną procedurę przenoszenia numerów.

Rysunek 4.: Liczba kart SIM w Polsce w podziale na abonamenty i pre-paid (w milionach)



Rysunek 5.: Liczba kart SIM przypadająca na 100 mieszkańców Polski



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Rynek telefonii komórkowej rozwija się obecnie głównie w obszarze dostępu do mobilnego Internetu. Jego szybkość pozwala często na praktycznie takie same zastosowanie łączności mobilnej, jakie oferuje łączność stacjonarna, a dodatkowo zapewniając możliwość przemieszczania się. Rozwojowi temu sprzyja oferowanie przez operatorów coraz większych pakietów danych oraz zwiększający się zasięg sieci o wysokich przepływnościach. Jak podaje UKE w swojej publikacji Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2017 r., w ubiegłym roku klienci telefonii ruchomej przetransferowali 2,2 EB danych, co oznacza wzrost o 62,5% w stosunku do 2016 r. Na jednego mieszkańca Polski przypadło przy tym średnio 53,6 GB danych rocznie wobec 33,8 GB przesłanych rok wcześniej. Ponadto coraz więcej współczesnych urządzeń wymaga łączności bezprzewodowej i taka tendencja będzie się w dalszym ciągu utrzymywać. Co ciekawe, jak podaje UKE posiłkując się danymi Digital Agenda Scoreboard, już teraz Polska jest jednym z liderów rynku mobilnego w Europie (dostęp za pośrednictwem dedykowanych urządzeń mobilnych, takich jak modemy, karty, klucze). W 2017 roku nasycenie usługami internetu mobilnego w naszym kraju kształtowało się na poziomie 144%, czyli o około 54 p.p. wyższym niż średnia europejska, a jednocześnie wynik ten daje Polsce drugie miejsce w Europie (na pierwszym miejscu pod względem nasycenia znalazła się w 2017 r. Finlandia ze wskaźnikiem penetracji na poziomie 146%).

Największy udział w ogólnej liczbie użytkowników korzystających z modemów mobilnych przypadła Orange (34,6%), na drugim miejscu znalazł się Polkomtel (17,4%), a dalej T-Mobile (14,1%) i P4 (13,7%).

Zmiany trendów na rynku bezpośrednio wpływają na ofertę operatorów telefonii komórkowej. W 2017 roku popularność utrzymały oferty „no limit”, w ramach których za abonament klient uzyskuje dostęp do nieograniczonej (w ramach opisanych w regulaminie granicach) możliwości prowadzenia rozmów i korzystania z Internetu. Różnice w ofertach najczęściej dotyczą takich parametrów jak liczba numerów w ramach umowy (np. oferty pakietowe/rodzinne, czyli sprzedaż większej liczby kart/numerów), warunki dostępu do Internetu, oferta roamingu czy rodzaj telefonu lub innego urządzenia. Powoduje to, że coraz większego znaczenia nabiera łączny koszt usług, jakie ponosi abonent, a także wartość oferty dodatkowej, z której może skorzystać, a mniej istotna staje się sama cena połączenia za minutę. Z punktu widzenia operatora taka oferta pozwala na większe związanie z klientem i potencjalnie zmniejsza jego chęć czy możliwość późniejszej zmiany operatora. Z punktu widzenia sieci sprzedaży zmniejszenie erozji bazy abonamentów sprzyja jej zagospodarowaniu w kolejnych okresach podczas zakończenia dotychczasowych kontraktów i przedłużaniu lub zmianie oferty.

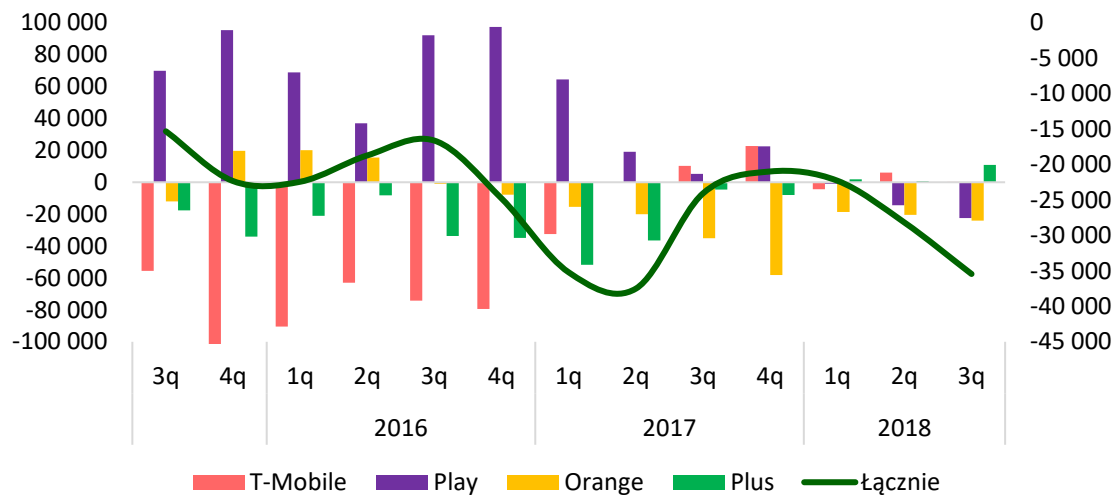
Począwszy od III kw. 2015 roku Urząd Komunikacji Elektronicznej podaje dane dotyczące liczby przeniesień numerów pomiędzy operatorami. Jak pokazuje poniższy wykres, spośród „wielkiej czwórki” (Play, Orange, Plus, T-Mobile) największą dodatnią różnicę pomiędzy przyjętymi i oddanymi numerami notował Play, choć w 2017 roku różnica ta zbliżała się do okolic zera, a w pierwszych kwartałach 2018 roku operator zaczął notować pod tym względem ujemne wartości. Z kolei T-Mobile w latach 2015-2016 radził sobie najgorzej spośród konkurencji – był największym „dawcą” numerów, notując jednocześnie niski poziom przyjmowanych numerów. Negatywna tendencja operatora T-Mobile zaczęła się jednak odwracać w 2017 roku, a w niektórych późniejszych kwartałach był on nawet liderem, notując dodatni bilans.

Jednocześnie warto odnotować, że łączny bilans „wielkiej czwórki” (różnica pomiędzy przyjętymi i oddanymi numerami) w ostatnich kwartałach jest ujemny bądź bliski zera. Jest to efekt m.in. rosnącej konkurencji – w pierwszym półroczu 2018 roku cieszącymi się popularnością operatorami byli np. Premium Mobile (dawca: 2.993, biorca 27.079, bilans: 24.086), Aero (dawca: 2.239, biorca: 13.851, bilans: 11.612), ITI Neovision (dawca: 134, biorca 6.520, bilans: 6.362), Multimedia Polska (dawca: 134, biorca 4.231, bilans: 4.097) czy Netia (dawca: 1.377, biorca 5.390, bilans: 4.013).

Najnowsze dane za III kw. 2018 roku potwierdzają widoczną tendencję. Największy ujemny bilans odnotował Orange z wynikiem 23.957, choć niewiele lepszy wynik zanotował Play – 22.475. Z kolei T-Mobile wyszedł „na zero”, notując bilans na poziomie 140. Zaskoczeniem okazał się Plus, który zaliczył najlepszy wynik od wielu kwartałów, stając się jednocześnie liderem spośród „wielkiej czwórki” z wynikiem 10.853. Łączny bilans największych operatorów był ujemny w III kw. 2018 roku i wyniósł 35.439. Wśród mniejszych operatorów trend z poprzednich okresów również był kontynuowany. Liderem pozostał Premium Mobile z bilansem na poziomie 15.676, natomiast spośród niewymienionych wcześniej operatorów w III kw. 2018 roku wyróżnił się VikingCo Poland z wynikiem 2.606.

Przeglądając się nieco bliżej wynikom poszczególnych operatorów z „wielkiej czwórki” widać wyraźnie, że T-Mobile istotnie poprawiło współczynnik przyjmowanych numerów. Jednocześnie zmniejszyła się liczba oddanych numerów, co w efekcie pozwoliło odnotować dodatni bilans w ostatnich kwartałach. W pierwszym półroczu 2018 roku T-Mobile przyjął łącznie 184.045 numerów, oddając 182.410, co w sumie daje pozytywny wynik na poziomie 1.665. Odwrotna sytuacja miała miejsce w przypadku sieci Play – mniejsza liczba przyjmowanych numerów (272.072 w pierwszym półroczu 2018 roku), a zarazem większa liczba oddanych (odpowiednio 287.622) spowodowała, że bilans w ostatnich dwóch kwartałach okazał się ujemny (-15.550). Również Orange w pierwszym półroczu 2018 roku odnotowała ujemny bilans (dawca: 248.691, biorca: 209.693, bilans: -38.008). Poprawę odnotowała za to sieć Plus (dawca: 172.528, biorca: 174.957, bilans: 2.429).

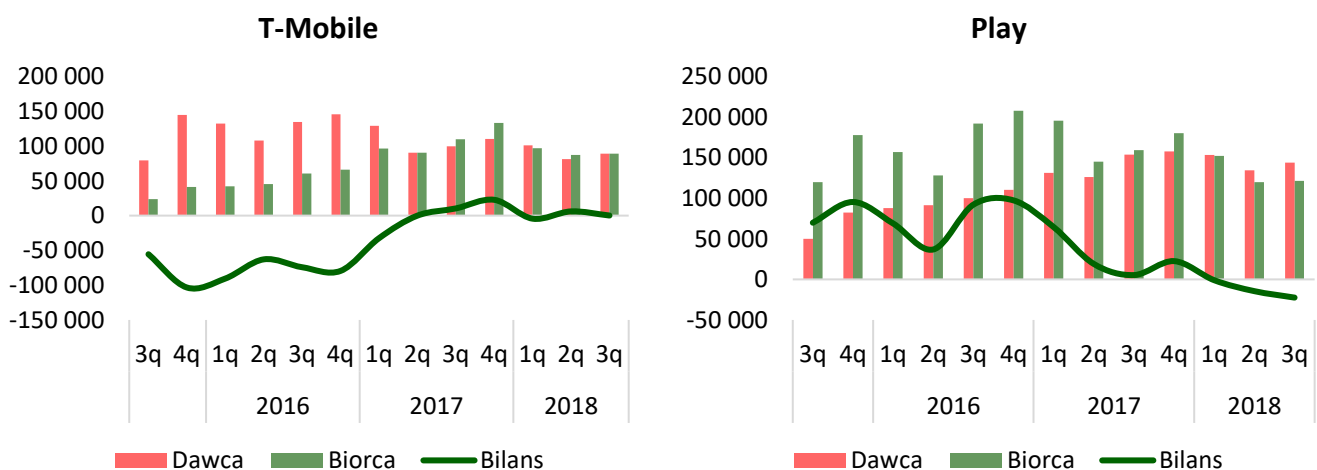
Rysunek 6.: Różnica pomiędzy przyjętymi i oddanymi numerami przez „wielką czwórkę” – sieci ruchome (MNP)

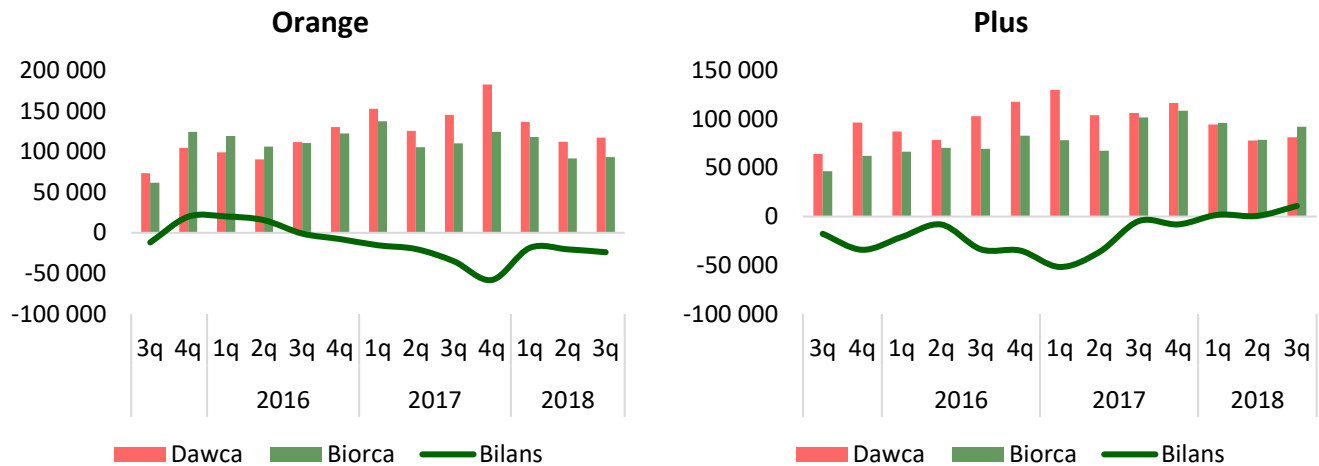


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych UKE.

Jak już wspomnieliśmy, w III kw. 2018 roku kontynuowany był trend widoczny w poprzednich okresach. Zaskoczeniem okazał się Plus, który w III kw. 2018 roku przyjął 91.150 numerów, oddając 81.297, co przełożyło się na łączny bilans na poziomie 10.853. Negatywne trendy przyspieszyły w przypadku Play i Orange. Play był biorcą 121.449 numerów, a dawcą 143.924 numerów, co przełożyło się na ujemny wynik na poziomie 22.475, a więc więcej niż w całym I półroczu 2018 roku. W przypadku Orange liczby te wyniosły odpowiednio 93.238 (biorca), 117.195 (dawca), a więc bilans był ujemny na poziomie 23.957. Z kolei T-Mobile przyjął 89.010 numerów i oddał 88.870, a bilans wyniósł 140.

Rysunek 7.: Liczba przyjętych (biorca) i oddanych (dawca) numerów oraz łączny bilans (sieci ruchome – MNP)

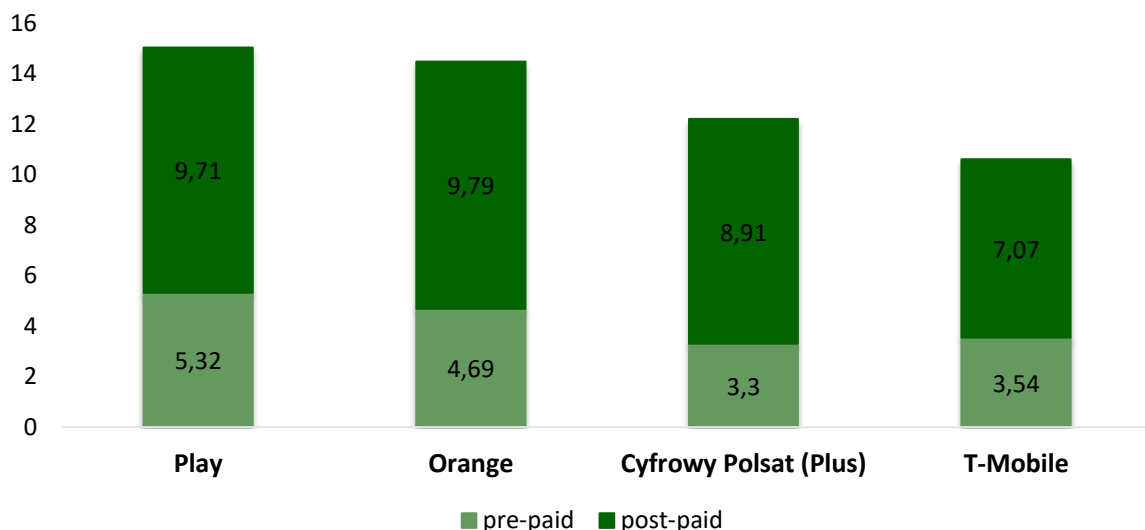




Źródło: opracowanie własne na podstawie danych UKE.

Jak wynika z danych podawanych przez operatorów, na koniec I półrocza 2018 roku pod względem całkowitej liczby kart SIM liderem polskiego rynku była sieć Play z liczbą 15,03 mln obsługiwanych kart, z czego 9,71 mln przypadło na klientów kontraktowych, a 5,32 mln stanowiły karty pre-paid. Na drugim miejscu znajdowała się Orange, która obsługiwała 14,48 mln kart SIM, w tym 9,79 mln kart post-paid i 4,69 mln kart pre-paid. W tym samym okresie do Cyfrowego Polsatu (sieć Plus) należało 12,21 mln kart SIM, w tym 8,91 mln kart post-paid i 3,3 mln kart pre-paid. Z kolei T-Mobile Polska obsługiwał łącznie 10,61 mln kart SIM, w tym na klientów kontraktowych przypadło 7,07 mln kart, a karty przedpłacone stanowiły 3,54 mln. Liczba użytkowników pozostałych operatorów wciąż pozostaje niewielka – szacuje się, że ich łączny udział w rynku nie przekracza 5%.

Rysunek 8.: Liczba obsługiwanych kart SIM – stan na koniec I półrocza 2018 r. (mln sztuk)



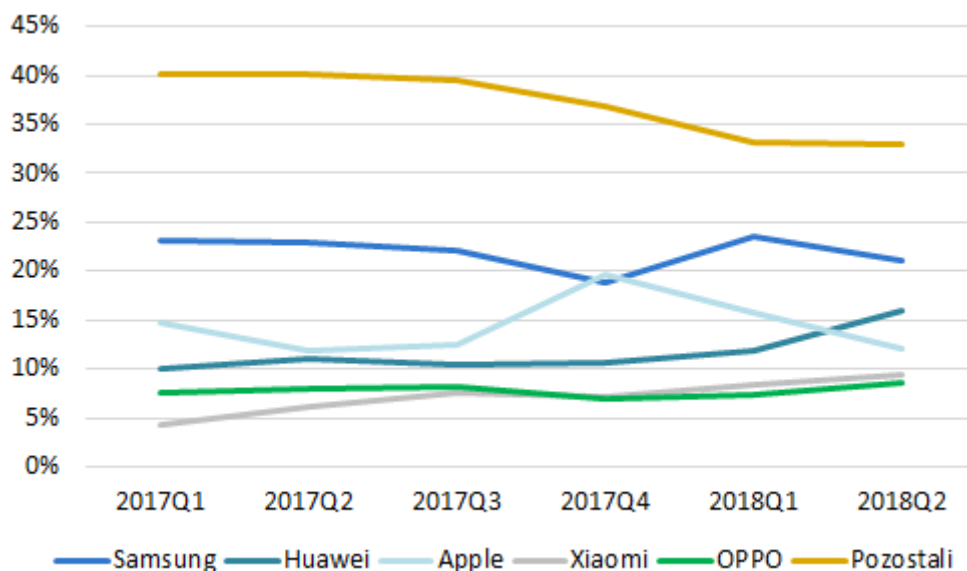
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych operatorów.

Rynek smartfonów i sprzętu komputerowego

Jak wynika z danych International Data Corporation (IDC), w drugim kwartale 2018 roku globalni producenci smartfonów sprzedali (dostarczyli do sklepów i operatorów) 341,1 mln sztuk sprzętu, co było wynikiem o 2,1% niższym w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej. Co ciekawe, był to jednocześnie już trzeci kwartał z rzędu z ujemną dynamiką (z czterech spadkowych kwartałów ogółem w historii).

Według IDC pod względem wolumenów sprzedaży światowym liderem jest Samsung, którego udział w rynku na koniec drugiego kwartału 2018 r. wynosił 21%. Na drugiej pozycji znalazł się Huawei, który z liczbą 54,2 mln sprzedanych sztuk i udziałem na poziomie 15,9% wyprzedził Apple (12,1%). Był to przy tym pierwszy okres od II kwartału 2010 roku, kiedy to Apple nie znalazło się na pierwszej lub drugiej pozycji pod względem rynkowych udziałów. Kolejne pozycje przypadły Xiaomi (9,5%) i OPPO (8,6%). Łączny udział pozostałych producentów wynosił natomiast 32,9%.

Rysunek 9.: Udziały w globalnym rynku smartfonów (pod względem wolumenów sprzedaży)

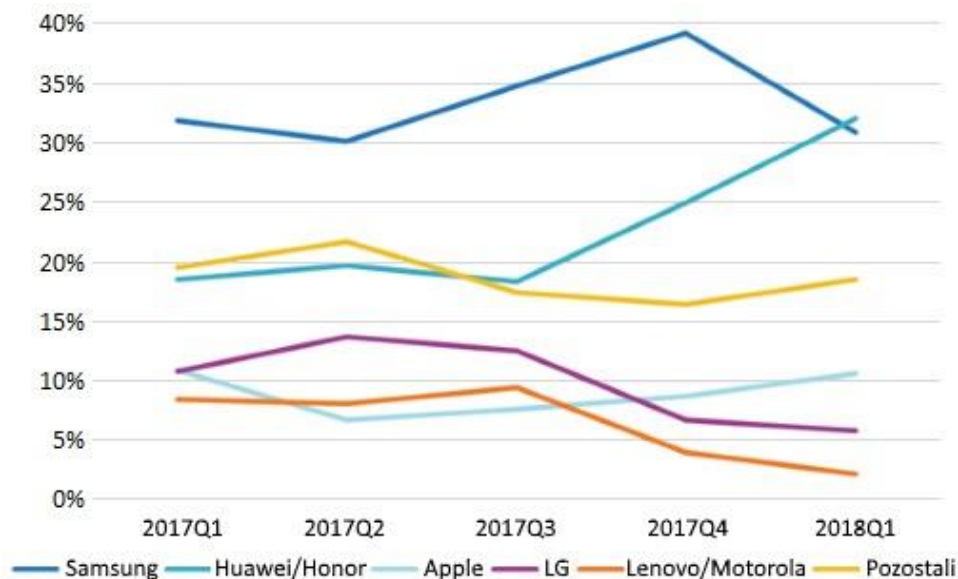


Źródło: International Data Corporation (IDC).

Pomimo spowolnienia na globalnym rynku w Polsce liczba sprzedawanych smartfonów wciąż się zwiększa. Jak podaje IDC, w I kwartale 2018 roku sprzedano ich 2,1 mln sztuk, co było wynikiem wyższym o ponad 2% w porównaniu z analogicznym okresem rok wcześniej. Na polskim rynku dominują smartfony ze średniej półki cenowej, a udział w sprzedaży produktów premium jest relatywnie niewielki, choć zainteresowanie tą kategorią urządzeń wyraźnie rośnie z roku na rok (według GfK popyt na smartfony z segmentu cenowego powyżej 500 euro wzrósł w ostatnim roku o 20 proc.). Zgodnie z szacunkami IDC pod względem wolumenów w I kwartale 2018 roku liderem krajowego rynku był Huawei, który z udziałem na poziomie 32% o jeden punkt procentowy wyprzedził Samsunga. W tym samym okresie udziały Apple oszacowano na nieco ponad 10%. Kolejne miejsca przypadły natomiast markom Xiaomi i LG.

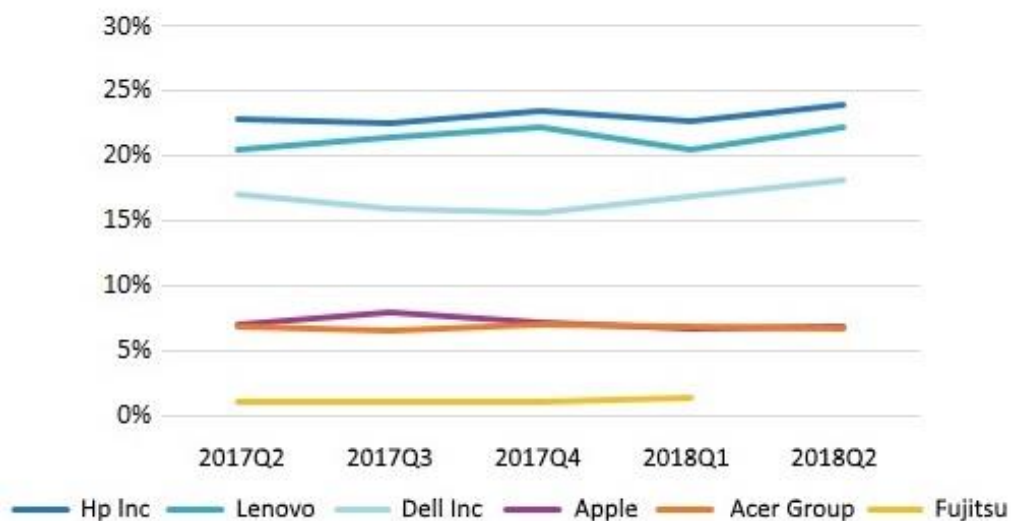
Na globalnym rynku komputerów drugi kwartał 2018 roku przyniósł długo wyczekiwane zatrzymanie negatywnego trendu spadku sprzedaży. Zarówno firma IDC, jak i Gartner, zgadzają się, że był to pierwszy kwartał od około 6 lat, kiedy dynamika wzrostu nie była ujemna (ta pierwsza szacuje wzrost równy 2,7% rdr, a druga 1,4% rdr, przy czym metodologie obu firm nieco różnią się między sobą). Analitycy przewidują jednak, że poprawa ta, tłumaczona przede wszystkim wymianami sprzętu i wyższą sprzedażą w segmencie biznesowym, była chwilowa, a tradycyjne komputery w dalszym ciągu będą stopniowo wypierane przez smartfony, które to oferują swoim użytkownikom coraz bardziej skomplikowane funkcje. Liderami globalnego rynku pod względem osiągniętych wolumenów sprzedaży są firmy HP i Lenovo z udziałami w nim przekraczającymi 20% na koniec drugiego kwartału 2018 roku. Nieco poniżej 20% udziałów ma Dell, natomiast następne w kolejności Apple i Acer mogą pochwalić się wolumenami stanowiącymi około 7% globalnej sprzedaży.

Rysunek 10.: Udziały w polskim rynku smartfonów (pod względem wolumenów sprzedaży)



Źródło: International Data Corporation (IDC).

Rysunek 11.: Udziały w globalnym rynku komputerów (pod względem wolumenów sprzedaży)



Źródło: International Data Corporation (IDC).

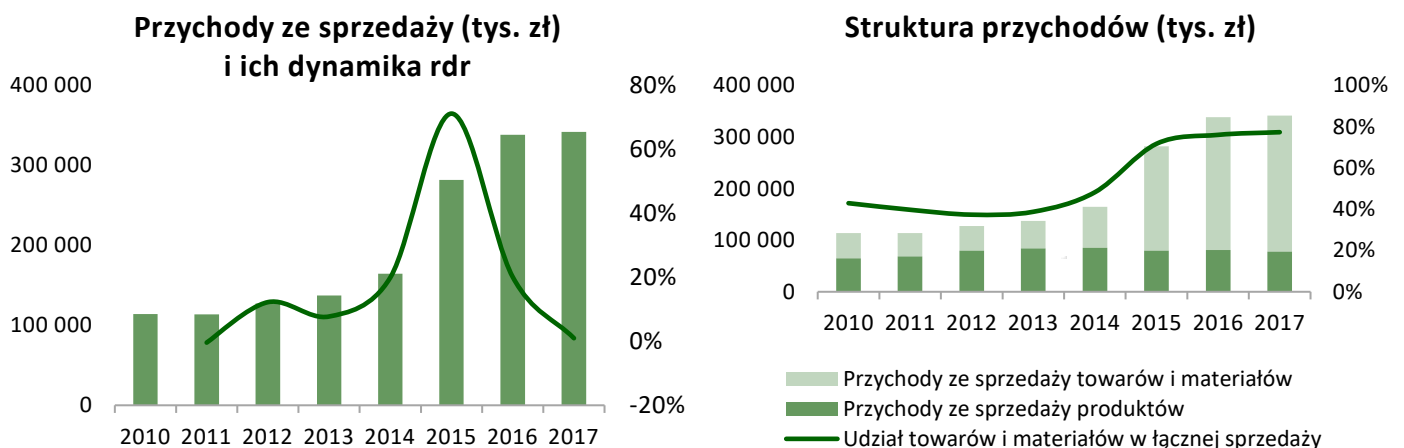
Według danych IDC globalny rynek tabletów zanotował w drugim kwartale 2018 roku spadek o 13,5% rdr. Pod względem wolumenów zdecydowanym liderem pozostaje Apple, które z 11,5 mln dostarczonych urządzeń zwiększyło swój udział w rynku do 34,9% wobec 29,9% w analogicznym okresie rok wcześniej. Jednocześnie warto przy tym zauważyć, że Apple i Huawei były jedynymi spośród piątki największych firm, którym udało się zachować w drugim kwartale 2018 roku dodatnią dynamikę wzrostu (odpowiednio 0,9% rdr i 7,7% rdr). Druga pozycja w zestawieniu przygotowanym przez IDC przypadła Samsungowi (15,1% udział w globalnym rynku), a kolejne Huawei (10,3%), Lenovo (6,0%) i Amazon.com (4,9%).

Analiza historycznych wyników finansowych

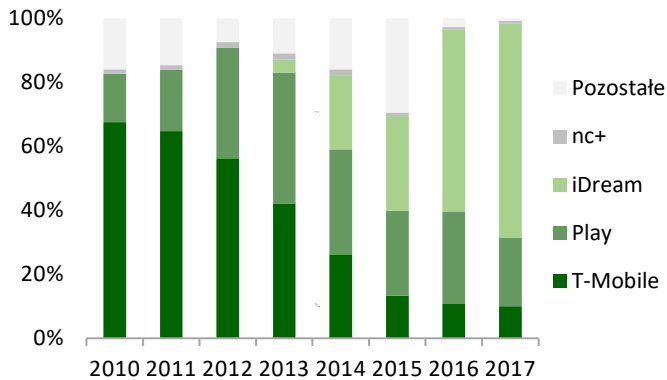
Przychody i koszty

Na przestrzeni ostatnich lat Grupie Kapitałowej Eurotel udawało się systematycznie zwiększać generowane przychody. Największy wzrost został odnotowany w 2015 roku (przychody wyniosły 281,7 mln zł wobec 164,6 mln zł rok wcześniej, dynamika 71,2% rdr) przede wszystkim dzięki szybkiemu rozwojowi segmentu iDream. W 2017 roku przychody wyniosły 341,6 mln zł i były zbliżone do tych odnotowanych w 2016 roku (wzrost o 1% rdr). Jednocześnie zwracamy jednak uwagę na specyfikę działalności Spółki – sama wielkość przychodów nie jest w pełni miarodajnym wskaźnikiem do oceny osiągniętych wyników Emitenta. Równie ważna jest struktura realizowanej sprzedaży, bowiem osiągnięte marże w ramach poszczególnych segmentów czy kategorii przychodów (ze sprzedaży produktów lub towarów) znacznie różnią się między sobą. Przykładowo, Grupa Eurotel może osiągnąć wysoką wartość obrotów ze sprzedaży towarów w ramach współpracy z operatorem Play (sprzedaż peryferyjnych urządzeń przy podpisywaniu umowy lub aneksu), jednak zrealizowana marża będzie w tym wypadku niewiele większa od zera.

Patrząc na strukturę przychodów, warto zwrócić uwagę na fakt, że w ostatnich latach Grupa Eurotel notowała przychody ze sprzedaży produktów (prowinizje za zawierane z klientami usług telekomunikacyjnych oraz telewizji satelitarnej umowy i aneksy do nich) na stabilnym poziomie – oscylują one wokół 80 mln zł rocznie. Dynamicznie rosły natomiast przychody ze sprzedaży towarów i materiałów, co było związane przede wszystkim z włączeniem w 2013 roku do oferty urządzeń Apple i dynamicznym rozwojem sprzedaży tych towarów w kolejnych okresach. Widać to wyraźnie analizując strukturę sprzedaży w podziale na segmenty działalności – w 2017 roku obroty generowane przez iDream stanowiły 67,1% łącznej sprzedaży Emitenta. Jednocześnie na przestrzeni ostatnich lat mocno spadły udziały T-Mobile w strukturze, na co wpływ miał również nominalny spadek generowanych obrotów ze współpracy z tym operatorem.



Podział przychodów na segmenty

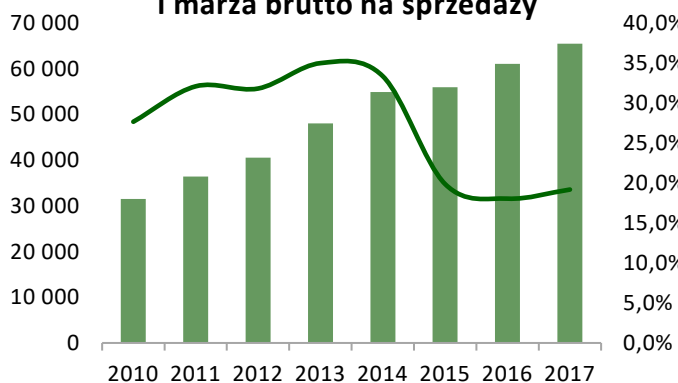


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

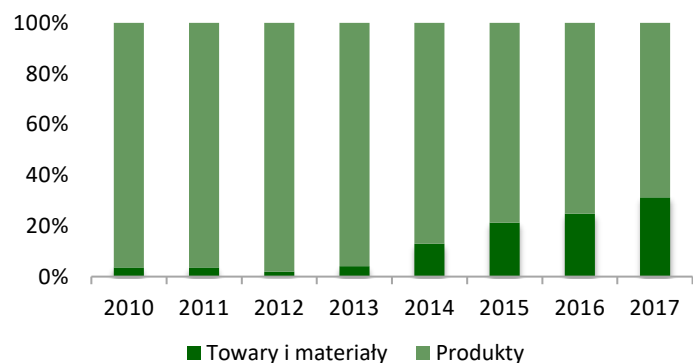
Jak już zostało wspomniane wcześniej, w przypadku Grupy Kapitałowej Eurotel bardzo ważna jest struktura sprzedaży, która przekłada się na poziom generowanych zysków i rentowności. Jeszcze do 2013 roku prawie całość zysku brutto na sprzedaży pochodziła ze sprzedaży produktów. Od 2014 roku, wraz z rozwojem iDream, waga sprzedaży towarów i materiałów w zyskach systematycznie rosła, aż do 31,2% na koniec 2017 roku. Pociągnęło to za sobą spadek generowanej marży na poziomie całej Grupy – marża na sprzedaży produktów istotnie przekracza 50% (58% w 2017 roku), podczas gdy marża na sprzedaży towarów i materiałów jest jednocyfrowa i bardziej zmienna, gdyż zależy od struktury sprzedażowej w danym okresie.

Pomimo spadku marży brutto na sprzedaży, tj. z okolic 35% jeszcze w 2013 roku do 19,2% w 2017 roku, Grupa Eurotel regularnie zwiększała nominalną wartość zysku brutto na sprzedaży. W okresie od 2010 roku do 2017 roku wzrosła ona z 31,5 mln zł do 65,5 mln zł, a więc podwoiła się. W ostatnich latach największy udział w całym zysku brutto na sprzedaży miały segmenty Play (38,8% w 2017 roku) i iDream (38,1% w 2017 roku). Na istotny spadek udziału segmentu T-Mobile (18,1% w 2017 roku wobec ponad 70% w 2010 roku) wpłynęło m.in. pogorszenie wyników generowanych przez ten segment, a także pojawienie się i szybki rozwój nowego segmentu związanego ze sprzedażą sprzętu Apple.

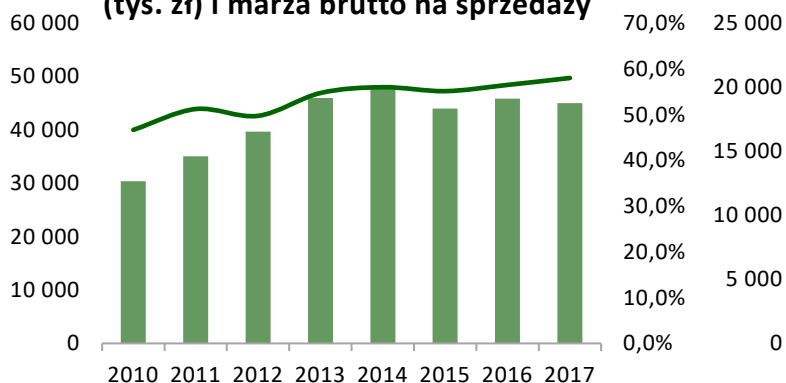
Zysk brutto na sprzedaży (tys. zł) i marża brutto na sprzedaży



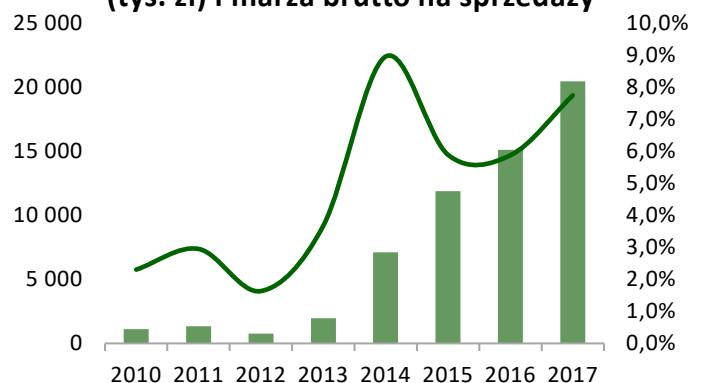
Struktura zysku brutto na sprzedaży



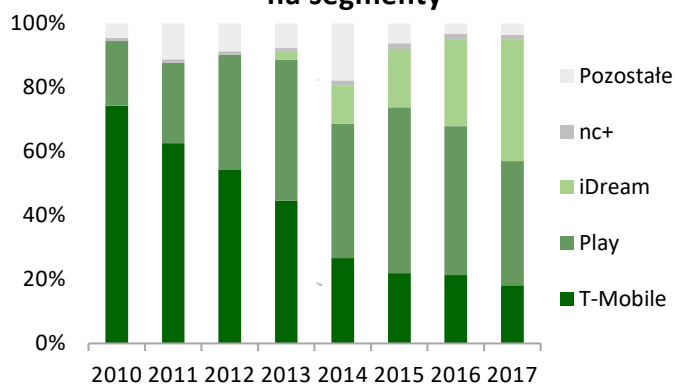
**Produkty – zysk brutto na sprzedaży
(tys. zł) i marża brutto na sprzedaży**



**Towary – zysk brutto na sprzedaży
(tys. zł) i marża brutto na sprzedaży**



**Podział zysku brutto ze sprzedaży
na segmenty**



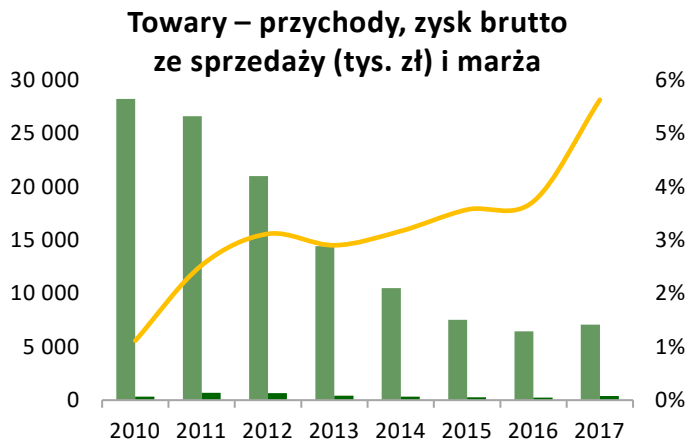
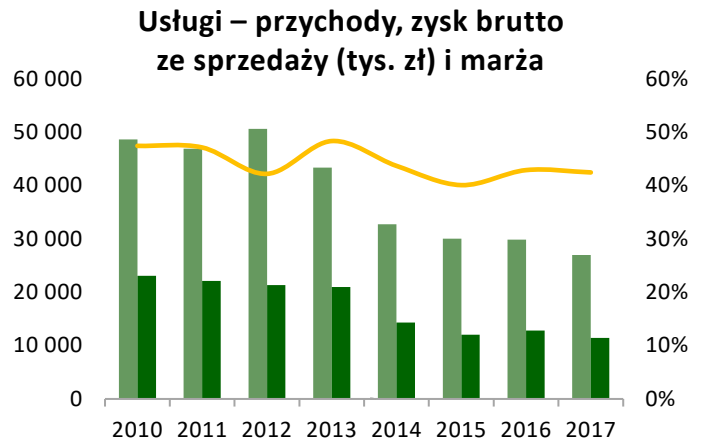
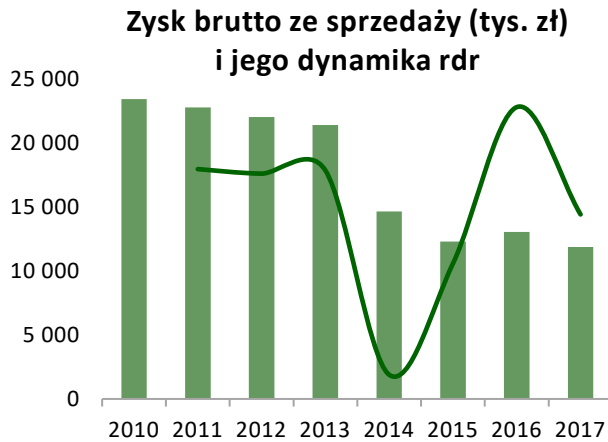
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Eurotel prezentuje wyniki poszczególnych segmentów na poziomie przychodów i zysku brutto na sprzedaży. Obecnie Spółka wyróżnia pięć segmentów: T-Mobile, Play, iDream, nc+ oraz pozostałe. Analizując poszczególne segmenty zaczniemy od wyników generowanych na współpracy z T-Mobile. Przypominamy, że udział tego segmentu w wynikach Grupy Kapitałowej istotnie zmalał w okresie 2010-2017, z 67,5% do 10% na poziomie przychodów i z 74,3% do 18,1% na poziomie zysku brutto na sprzedaży.

Zysk brutto na sprzedaży wykazywany w ramach współpracy z operatorem T-Mobile utrzymuje tendencję spadkową od 2010 roku (wyjątkiem był jedynie 2016 rok, kiedy to odnotowano wzrost o 6% rdr). Do 2017 roku wynik spadł z poziomu 23,4 mln zł do 11,9 mln zł. Zwracamy uwagę, że w 2015 roku sieć salonów detalicznych prowadzonych przez Eurotel istotnie zmalała, co było efektem decyzji operatora o zmniejszeniu sieci sprzedaży. W efekcie prowadzona sieć zmniejszyła się ze 162 (w tym 47 własnych) salonów na początku 2015 roku do 112 (w tym 26 własnych) na koniec tego samego roku.

Przychody i zyski w wyżej wspomnianym segmencie są generowane głównie ze sprzedaży produktów (świadczenia usług). W ostatnich latach Emitent wykazywał stopniowy spadek przychodów z tej działalności. Podążało za tym obniżenie generowanego zysku przy utrzymaniu marży brutto na sprzedaży powyżej 40%. Jednocześnie Zarząd Spółki w ostatnich kwartałach wielokrotnie podkreślał i nadal podkreśla, że widzi przestrzeń do zwiększenia efektywności i poprawy generowanych wyników finansowych w segmencie T-Mobile.

Segment T-Mobile

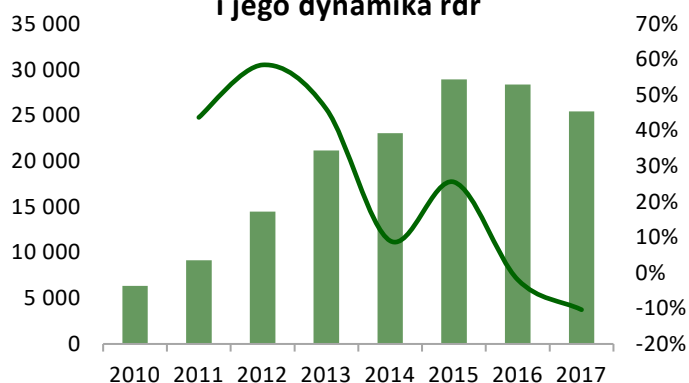


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

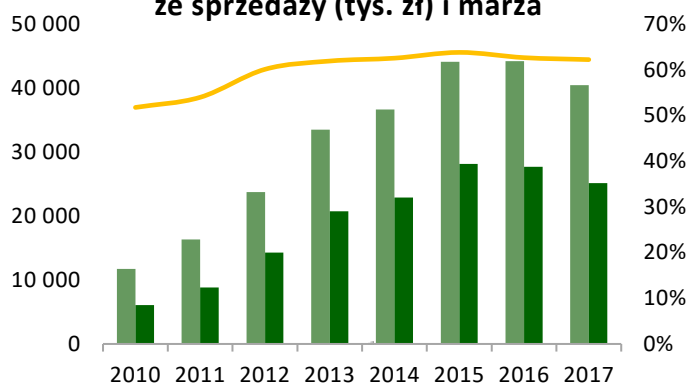
W latach, kiedy Grupa Eurotel notowała problemy w segmencie T-Mobile, jej wyniki były wspomagane przez rosnący segment Play. Od 2010 do 2015 roku przychody ze sprzedaży produktów (świadczenia usług) w tym obszarze zwiększyły się z 11,7 mln zł do 44,1 mln zł, a zysk brutto odpowiednio z 6,1 mln zł do 28,1 mln zł. Lata 2016 i 2017 przyniosły jednak odwrócenie pozytywnej tendencji – przychody obniżyły się do 40,4 mln zł w 2017 roku (były o 8,3% mniejsze niż w 2015 roku), a zysk brutto na sprzedaży do 25,1 mln zł (spadek o 10,6% wobec 2015 roku). Jednak marża brutto na sprzedaży została utrzymana powyżej 62%. Emitent informował w ostatnich kwartałach, że widzi przestrzeń do poprawy wyników generowanych również w segmencie Play.

Segment Play

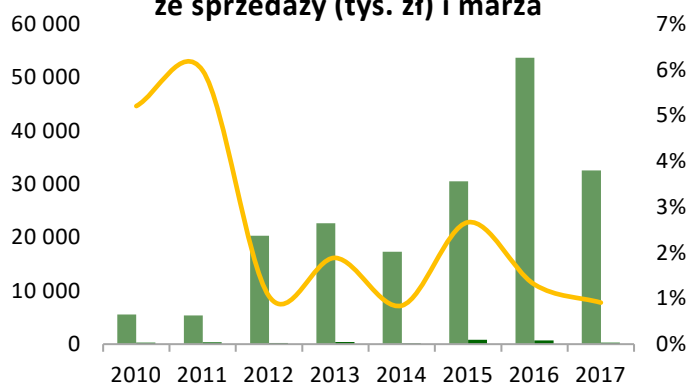
**Zysk brutto ze sprzedaży (tys. zł)
i jego dynamika rdr**



**Usługi – przychody, zysk brutto
ze sprzedaży (tys. zł) i marża**



**Towary – przychody, zysk brutto
ze sprzedaży (tys. zł) i marża**



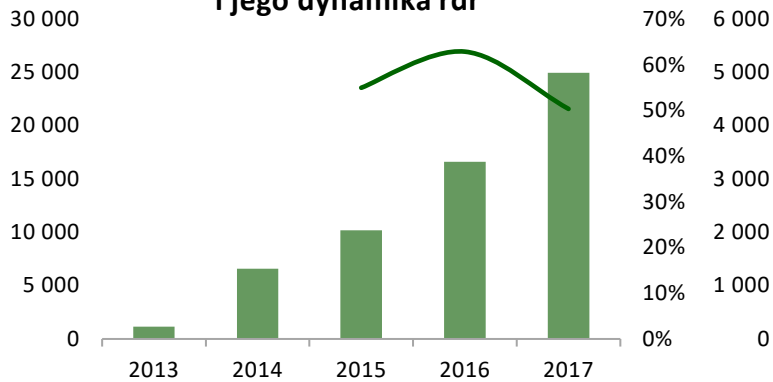
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

W okresie, w którym Emitent zaczął odczuwać pogorszenie wyników w segmencie Play, udało się jednocześnie kontynuować dynamiczny wzrost skali biznesu w segmencie iDream. Pomimo stale rosnącej bazy porównawczej, w latach 2015-2017 Grupa Eurotel utrzymała w tym obszarze dynamikę wzrostu zysku brutto na sprzedaży przekraczającą 50% rocznie. Od 2014 roku zysk brutto na sprzedaży segmentu zwiększył się z 6,6 mln zł do blisko 25 mln zł w 2017 roku. W tym samym okresie udział segmentu iDream w skonsolidowanym zysku brutto na sprzedaży zwiększył się z 12% do 38,1%.

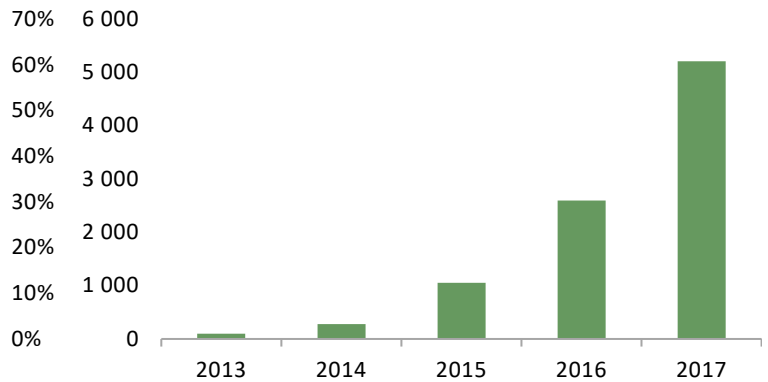
Przychody i zyski segmentu iDream generowane są głównie ze sprzedaży towarów, czyli w tym wypadku sprzętu marki Apple. Obroty z tej działalności przekroczyły w 2017 roku 200 mln zł (wynosząc dokładnie 223,9 mln zł), natomiast marża brutto na sprzedaży wyniosła 8,8%, co przełożyło się na nominalny wynik brutto na sprzedaży na poziomie 19,7 mln zł. W wykazywanym podziale wyników na segmenty Emitent wyróżnia również przychody ze sprzedaży usług, jednak w przypadku segmentu iDream nie są do nich przypisane żadne koszty własne (stąd z układu prezentacyjnego przychody ze sprzedaży usług iDream są równe zyskowi brutto na sprzedaży usług iDream). Wyniki tej działalności również dynamicznie rosły w ostatnich latach, zwiększając się do 5,2 mln zł w 2017 roku.

Segment iDream

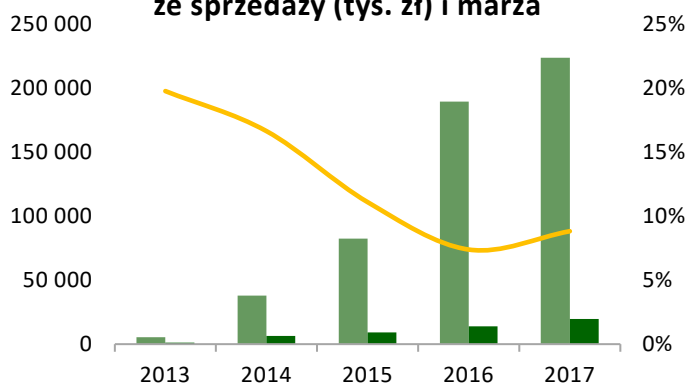
**Zysk brutto ze sprzedaży (tys. zł)
i jego dynamika rdr**



Usługi – przychody



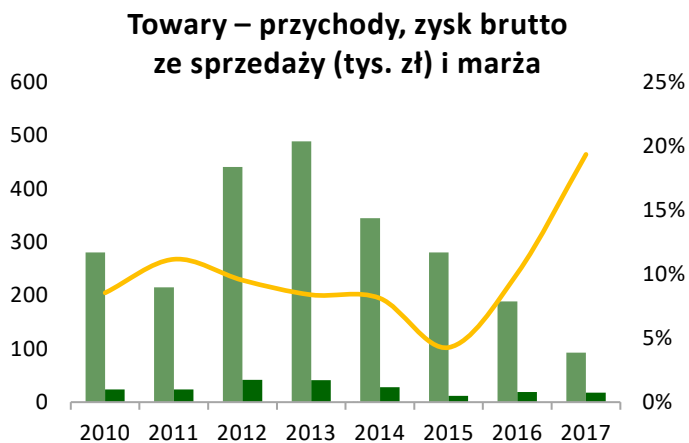
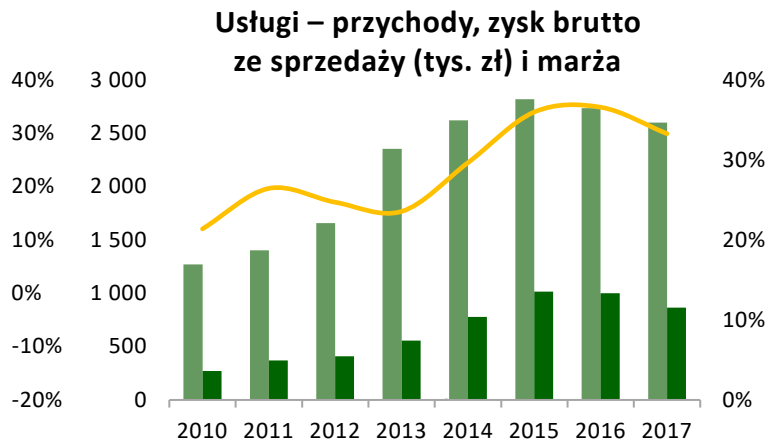
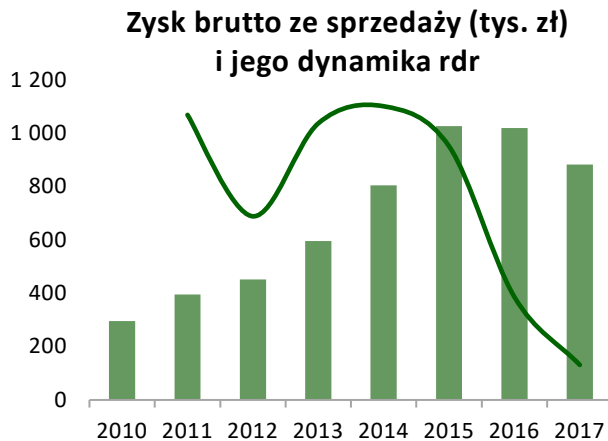
**Towary – przychody, zysk brutto
ze sprzedaży (tys. zł) i marża**



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Emitent współpracuje także z operatorem Platformy Telewizji Satelitarnej „nc+”, jednak wyniki generowane na tej działalności nigdy nie miały istotnego udziału w wynikach całej Grupy Kapitałowej Eurotel. Zarówno na poziomie generowanych przychodów jak i zysku brutto na sprzedaży udział segmentu nie przekracza 2%. Ponadto, można również zauważyć nieznaczne pogorszenie wyników generowanych w tym segmencie w ostatnich dwóch latach.

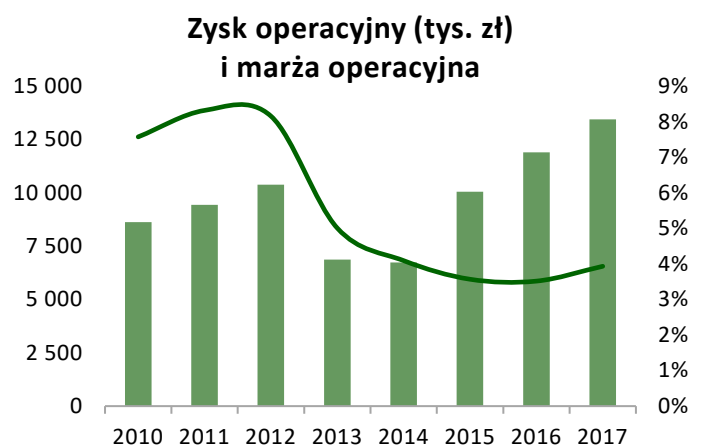
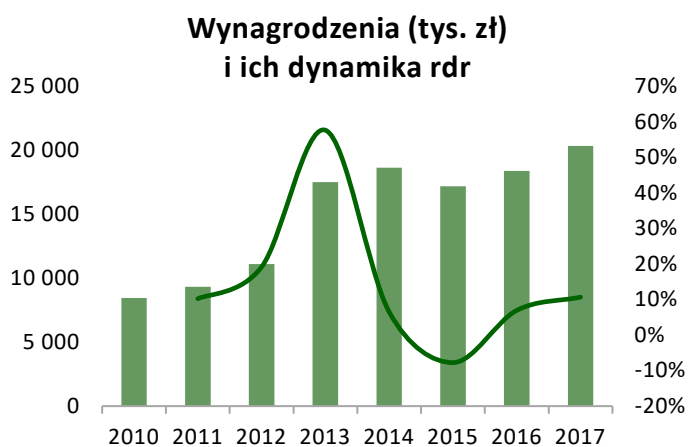
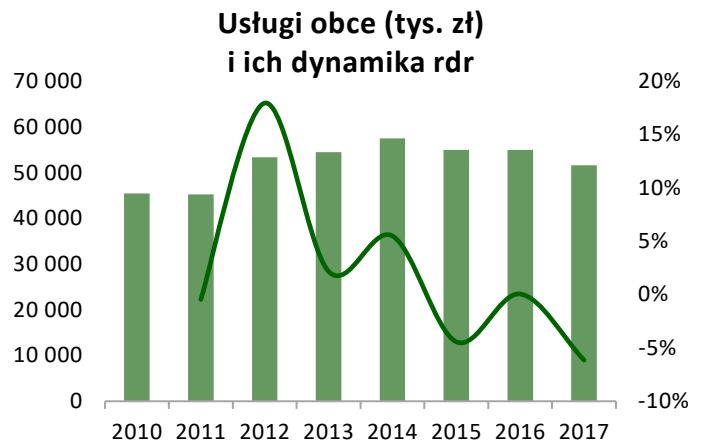
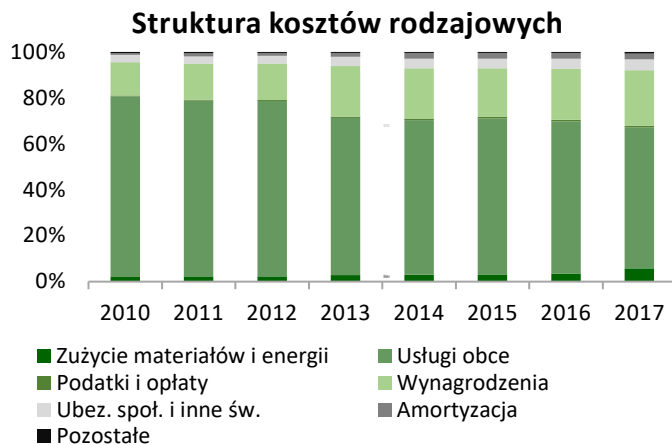
Segment nc+



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Analizując koszty Emitenta w układzie rodzajowym wyraźnie widać, że dominują usługi obce oraz koszty wynagrodzeń – ich łączny udział w kosztach rodzajowych w 2017 roku wyniósł ponad 85%. Jednocześnie widoczna jest tendencja zmniejszania ich udziału w kosztach, który jeszcze w 2010 roku wynosił 93,1%. Warto również zwrócić uwagę, że w ostatnich latach koszty te malały w wartościach nominalnych – w 2014 roku suma kosztów usług obcych i wynagrodzeń wyniosła 76,1 mln zł, a do 2017 roku spadła do 72 mln zł. Dość istotny wzrost w 2017 roku zanotowano za to na poziomie kosztów zużycia materiałów i energii – wyniosły one 4,8 mln zł wobec 3 mln zł w 2016 roku.

Skokowy wzrost kosztów wynagrodzeń w 2013 roku (+57,6% rdr) spowodował załamanie w tym samym okresie zysku operacyjnego, który wyniósł 6,9 mln zł (-33,9% rdr). W kolejnych latach Spółka nie notowała już tak dynamicznego wzrostu kosztów, co pozwoliło zwiększać wypracowywane zyski na poziomie operacyjnym, aż do 13,4 mln zł w 2017 roku. Jednocześnie marża operacyjna ustabilizowała się w okolicach 4%.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Działalność finansowa nigdy nie odgrywała istotnej roli w wynikach finansowych Spółki. Emitent praktycznie nie posiada długoterminowych zobowiązań, a wśród krótkoterminowych dominują zobowiązania handlowe, stąd roczne koszty finansowe w analizowanym okresie ani razu nie przekroczyły 0,3 mln zł. Jednocześnie Eurotel aktywnie korzystał m.in. z lokat terminowych, co pozwoliło na uzyskanie przychodów finansowych, które w większości były wyższe od ponoszonych kosztów, a w konsekwencji bilans działalności finansowej notował dodatnie wartości.

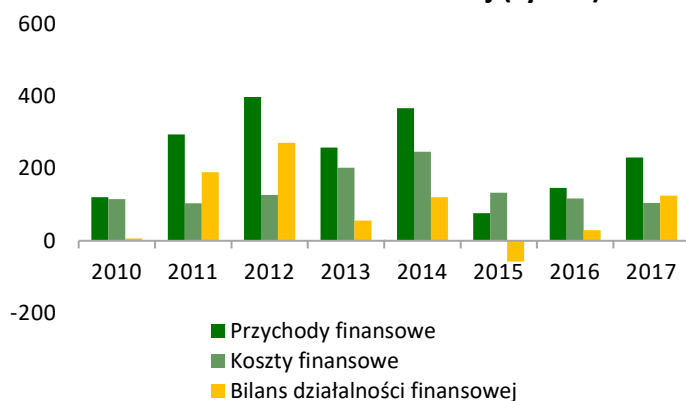
W efekcie tendencje widoczne na poziomie zysku netto przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej Eurotel były podobne do tendencji na poziomie zysku operacyjnego. Jednocześnie zwracamy jednak uwagę, że w 2017 roku Grupa wykazała dodatkowe 0,8 mln zł wyniku z tytułu udziału w zysku jednostki stowarzyszonej (Soon Energy Poland Sp. z o.o.), a w przyszłości działalność tego podmiotu może wpływać na wyniki Grupy Eurotel w coraz większym stopniu. W 2017 roku zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł 11,7 mln zł i był większy o 25% rdr.

Zwracamy również uwagę na toczące się postępowanie kontrolne, dotyczące rzetelności deklarowanych podstaw opodatkowania oraz prawidłowości obliczania i wpłacania podatku VAT w 2013 roku. W związku z tym Emitent może być zobowiązany do zapłaty 2.040.558 zł nienależnie odliczonego podatku VAT wraz z odsetkami oszacowanymi przez Zarząd Spółki na dzień 17 lipca 2018 roku na kwotę 0,6 mln zł. Eurotel nie zgadza się ze stanowiskiem przedstawionym w protokole z badania ksiąg (w wyniku kontroli zarzucono, że kwoty podatku VAT naliczonego, zawarte w fakturach zakupu wskazanych w protokole dotyczących zakupu towarów wrażliwych, nie stanowią podstawy do obniżenia podatku należnego) i odwołał się od niego. Jak tłumaczyła Spółka: *w ocenie Zarządu wszelkie transakcje, których stroną była Eurotel S.A., były zawierane, przeprowadzane i wykonywane zgodnie z prawem. W szczególności w ramach przeprowadzanych transakcji Spółka podejmowała niezbędne akty staranności, jakich można oczekiwać od rzetelnie funkcjonującego podmiotu, a kontrahenci Eurotel dobierani byli selektywnie, przy czym kluczowym kryterium była ich wiarygodność.*

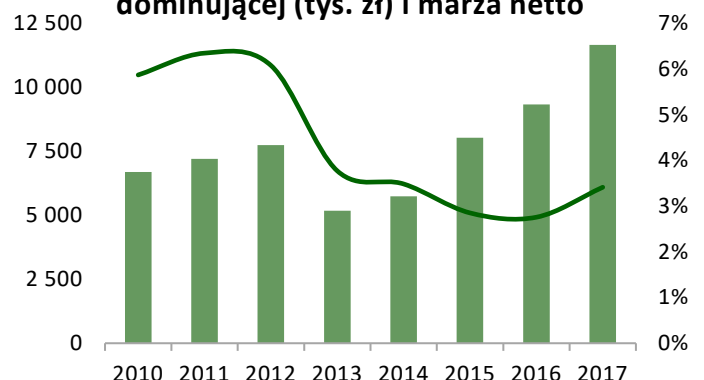
Sama zapłata zaległego podatku VAT wraz z odsetkami nie powinna stanowić istotnego wyzwania dla Spółki. Kwota 2,6 mln zł jest znacznie niższa niż wypłacana od wielu lat dywidenda (8,2 mln zł w 2018 roku), a na koniec czerwca 2018 roku (czyli już po wypłacie dywidendy za 2017 rok) Emitent posiadał 11,7 mln zł środków pieniężnych i ekwiwalentów. Mimo to taka operacja z jednej strony wiązałaby się z wypływem gotówki, co z kolei mogłoby przełożyć się np. na wysokość wypłaconej dywidendy akcjonariuszom w następnym roku czy obniżyć nieco płynność i bezpieczeństwo finansowe Eurotelu, a z drugiej strony dokonanie korekty podatku VAT mogłoby jednorazowo znacząco obniżyć wyniki finansowe Grupy (zwracamy uwagę, że szacowana kwota zobowiązania podatkowego wraz z odsetkami to ponad 22% zysku netto wykazanego w 2017 roku). Istnieje również ryzyko zakwestionowania przez organy podatkowe prawidłowości rozliczeń podatku VAT przez Spółkę w kolejnych latach, choć w ocenie Zarządu Emitenta ryzyko to ogranicza się do rozliczeń dokonywanych do połowy 2015 roku (m.in. w związku z przeprowadzoną nowelizacją ustawy o VAT, która przyniosła rozszerzenie katalogu towarów objętych tzw. mechanizmem odwrotnego obciążenia w rozliczeniu VAT o niektóre sprzęty elektroniczne), a skala potencjalnych spornych transakcji nie powinna być większa niż ta, która dotyczy 2013 roku.

Grupa Eurotel regularnie notuje dodatnie przepływy z działalności operacyjnej, choć te charakteryzują się istotną zmiennością. Przepływy z działalności finansowej dotyczą natomiast głównie wypłaconych dywidend. W połączeniu z wpływami inwestycyjnymi Emitentowi nie zawsze udaje się uzyskać dodatni bilans przepływów, choć jeśli już tak się dzieje, to z reguły nie jest on bardzo mocno na minusie. W 2017 roku przepływy ogółem były ujemne na poziomie 1,7 mln zł, natomiast rok wcześniej były dodatnie i wyniosły blisko 7 mln zł.

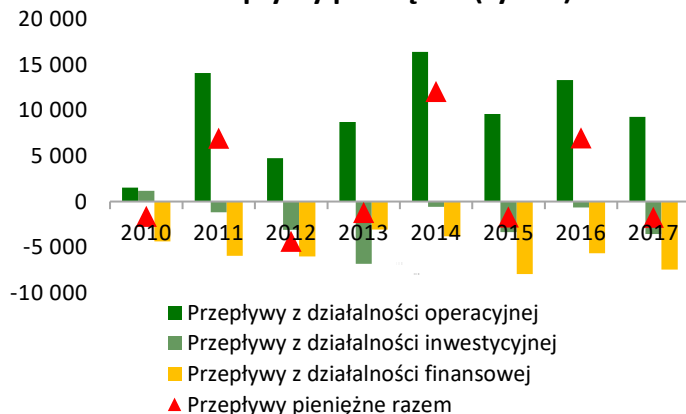
Bilans działalności finansowej (tys. zł)



Zysk netto przypisany akcj. jedn. dominującej (tys. zł) i marża netto



Przepływy pieniężne (tys. zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Sytuacja majątkowa

Wybrane pozycje bilansowe i ich udział w strukturze

(tys. zł)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aktywa trwałe	26 151	25 763	28 280	33 513	33 012	34 425	33 180	33 904
	47,7%	39,1%	40,0%	44,1%	40,9%	39,8%	36,5%	29,7%
Wartość firmy jednostek zależnych	3 034	3 034	3 034	3 034	3 034	3 034	3 034	3 034
	5,5%	4,6%	4,3%	4,2%	3,8%	3,5%	3,3%	2,7%
Wartości niematerialne	19 784	19 011	20 968	21 506	21 250	21 136	21 028	21 222
	36,1%	28,9%	29,7%	28,3%	26,3%	24,4%	23,1%	18,6%
- w tym wartość firmy	18 480	18 480	20 543	20 980	20 980	20 980	20 980	21 165
	33,7%	28,1%	29,1%	27,6%	26,0%	24,2%	23,1%	18,6%
Rzeczowe aktywa trwałe	2 994	3 304	3 835	8 324	8 154	9 524	8 361	8 186
	5,5%	5,0%	5,4%	11,0%	10,1%	11,0%	9,2%	7,2%
Aktywa obrotowe	28 637	40 071	42 363	42 470	47 711	52 160	57 677	80 131
	52,3%	60,9%	60,0%	55,9%	59,1%	60,2%	63,5%	70,3%
Zapasy	3 885	6 052	7 059	10 139	10 545	16 661	13 251	21 595
	7,0%	9,2%	10,0%	13,3%	13,1%	19,2%	14,6%	18,9%
Należności krótkoterminowe	22 560	24 704	29 764	28 708	21 478	21 493	23 498	37 831
	41,2%	37,5%	42,1%	37,8%	26,6%	24,8%	25,9%	33,2%
- w tym należności handlowe	21 690	23 740	28 912	25 074	19 648	19 843	21 441	33 972
	39,6%	36,1%	40,9%	33,0%	24,3%	22,9%	23,6%	29,8%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2 028	8 980	4 594	3 385	15 445	13 737	20 691	18 957
	3,7%	13,6%	6,5%	4,5%	19,1%	15,9%	22,8%	16,6%
Kapitał własny ogółem	35 511	37 912	40 740	38 647	40 016	44 298	48 377	52 751
	64,8%	57,6%	57,7%	50,9%	49,6%	51,2%	53,2%	46,3%
Kapitały przypisane akcjonariuszom podm. dom.	35 179	37 132	39 248	38 360	40 016	44 298	48 377	52 751
	64,2%	56,4%	55,6%	50,5%	49,6%	51,2%	53,2%	46,3%
Kapitał akcyjny	750	750	750	750	750	750	750	750
	1,4%	1,1%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,7%
Kapitał zapasowy	27 632	28 411	28 944	29 024	29 485	30 367	31 645	33 718
	50,4%	43,2%	41,0%	38,2%	36,5%	35,1%	34,8%	29,6%
Zysk z lat ubiegłych	110	770	1 815	3 413	4 047	5 151	6 655	6 787
	0,2%	1,2%	2,6%	4,5%	5,0%	5,9%	7,3%	6,0%
Zysk netto	6 687	7 201	7 739	5 173	5 734	8 030	9 327	11 657
	12,2%	10,9%	11,0%	6,8%	7,1%	9,3%	10,3%	10,2%
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	19 277	27 922	29 903	37 336	40 707	42 287	42 480	61 284
	35,2%	42,4%	42,3%	49,1%	50,4%	48,8%	46,8%	53,7%
Rezerwy na zobowiązania	724	901	698	673	1 331	2 006	3 007	3 547
	1,3%	1,4%	1,0%	0,9%	1,6%	2,3%	3,3%	3,1%
Zobowiązania długoterminowe	134	82	325	192	170	282	139	83
	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	0,1%
Zobowiązania krótkoterminowe	18 401	26 939	28 880	36 459	39 190	39 988	39 294	57 626
	33,6%	40,9%	40,9%	48,0%	48,5%	46,2%	43,2%	50,5%
- w tym zobowiązania handlowe	15 887	24 935	25 582	28 907	31 498	33 914	33 744	49 915
	29,0%	37,9%	36,2%	38,0%	39,0%	39,2%	37,1%	43,8%
AKTYWA/PASYWA OGÓŁEM	54 788	65 834	70 643	75 983	80 723	86 585	90 857	114 035

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Na przestrzeni ostatnich lat istotnie zmieniła się struktura aktywów Grupy Kapitałowej Eurotel. Udział aktywów trwałych spadł z 47,7% w 2010 roku do 29,7% na koniec 2017 roku. Jednocześnie największą pozycją wśród majątku trwałego są wartości niematerialne i prawne, na które niemal w całości składa się wartość firmy – 21,2 mln zł na koniec 2017 roku, 18,6% sumy bilansowej. Jednocześnie udział aktywów obrotowych wzrósł z 52,3% w 2010 roku do 70,3% na koniec

2017 roku. Największą pozycją w tej grupie aktywów są należności krótkoterminowe, w tym w szczególności należności handlowe, które na koniec 2017 roku wynosiły 34 mln zł i stanowiły około 29,8% aktywów. Ponadto, na przestrzeni ostatnich lat wyraźnie zwiększył się stan zapasów Grupy Eurotel, tj. z 3,9 mln zł w 2010 roku do 21,6 mln zł na koniec 2017 roku (udział w aktywach równy 18,9%), a także środków pieniężnych i ekwiwalentów, tj. z 2 mln zł w 2010 roku do 19 mln zł na koniec 2017 roku (udział w aktywach równy 16,6%).

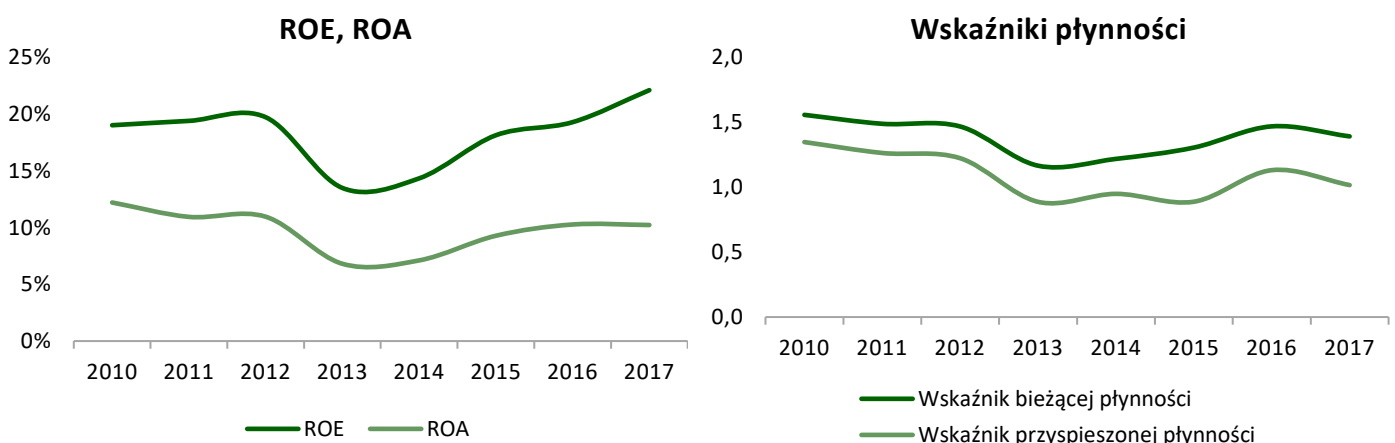
W analizowanym okresie zmieniła się również struktura finansowania aktywów. Jeszcze w 2010 roku kapitał własny przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej stanowił 64,2% sumy bilansowej, podczas gdy do 2017 roku udział ten spadł do 46,3%, choć w wartościach nominalnych zwiększył się w tym okresie z 35,2 mln zł do 52,3 mln zł. Z kolei najmocniej rosnącą pozycją po stronie zobowiązań były zobowiązania krótkoterminowe, a w szczególności zobowiązania handlowe. Wzrosły one z 15,9 mln zł na koniec 2010 roku do 49,9 mln zł na koniec 2017 roku, co przekłada się na wzrost udziału w pasywach z 29% do 43,8%. Warto przy tym zwrócić uwagę, że Grupa Eurotel praktycznie nie posiada długoterminowych zobowiązań ani oprocentowanych zobowiązań.

Analiza wskaźnikowa

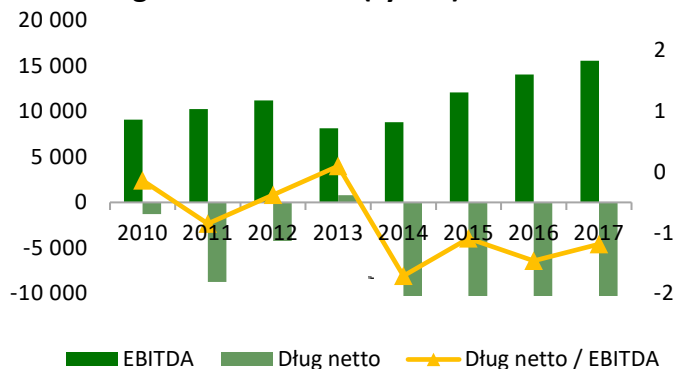
Po załamaniu o blisko połowę wyników finansowych w 2013 roku, co pociągnęło za sobą spadek rentowności, w kolejnych latach Grupie Eurotel udało się poprawić takie wskaźniki jak rentowność kapitałów własnych (ROE) oraz rentowność aktywów (ROA). Szczególnie mocno urosło ROE, które w 2017 roku osiągnęło rekordowo wysoki poziom 22,1%, podczas gdy w 2013 roku było to 13,5%. Natomiast ROA w analogicznym okresie zwiększyła się z 6,8% do 10,2%.

Podstawowe wskaźniki płynności utrzymują się na bezpiecznym poziomie – wskaźnik bieżącej płynności oscyluje wokół poziomu 1,3-1,4, a wskaźnik przyspieszonej płynności wokół jednośc. Ze względu na brak zadłużenia finansowego Grupa Eurotel notuje ujemny poziom długu netto.

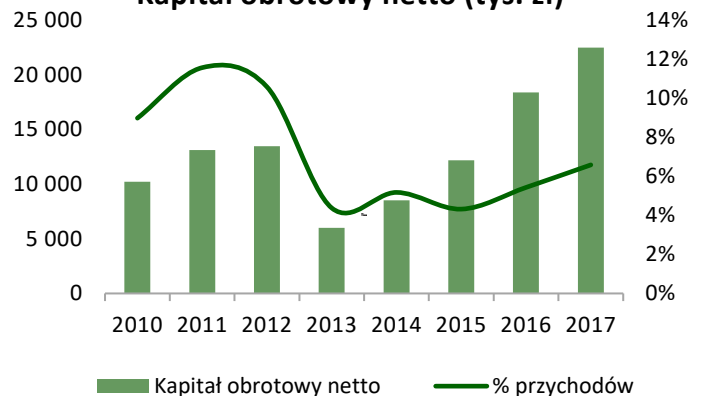
Jednocześnie warto zwrócić uwagę na zwiększenie zapotrzebowania na kapitał obrotowy wraz ze zwiększaniem skali działalności segmentu iDream. Wartość kapitału obrotowego (liczonego jako aktywa obrotowe pomniejszone o zobowiązania krótkoterminowe) regularnie rosła od 2013 roku, z poziomu 6 mln zł do 22,5 mln zł na koniec 2017 roku. Analizując wartości wskaźników obrotowości warto zwrócić uwagę na oscylujący wokół zera cykl konwersji gotówki w ostatnich latach. Jednocześnie skróceniu uległy składowe cykły konwersji gotówki. Wskaźnik rotacji zapasów (liczony na podstawie przychodów ze sprzedaży towarów i materiałów) spadł z 72 dni do 32 dni w okresie od 2013 do 2017 roku. W analogicznym okresie wskaźnik rotacji należności (liczony na podstawie łącznych przychodów Grupy i należności handlowych) zmalał z 67 dni do 36 dni. Natomiast wskaźnik rotacji zobowiązań (liczony na podstawie kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów i zobowiązań handlowych) spadł ze 118 dni do 66 dni.



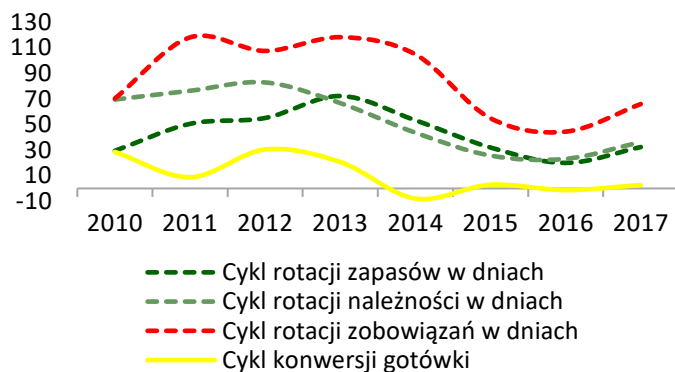
Dług netto i EBITDA (tys. zł)



Kapitał obrotowy netto (tys. zł)



Wskaźniki obrotowości (dni)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Wyniki finansowe za III kwartały roku obrotowego 2017/2018

W I półroczu 2018 roku Eurotel osiągnął 177,7 mln zł przychodów, co było wynikiem o 16,5% wyższym rdr. Zysk brutto ze sprzedaży sięgnął 31,4 mln zł (+5,2% rdr), zysk operacyjny 6,3 mln zł (+8% rdr), a zysk netto 4,9 mln zł (+5,9% rdr). W celu dokładniejszej analizy najpierw przyjrzymy się wynikom poszczególnych segmentów, a następnie przeanalizujemy tendencje występujące po stronie kosztów.

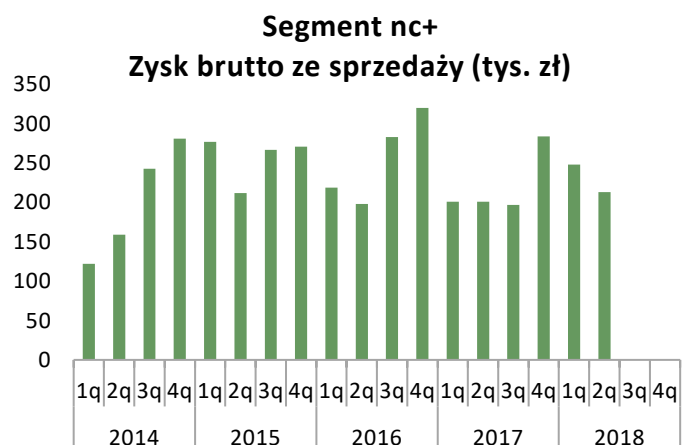
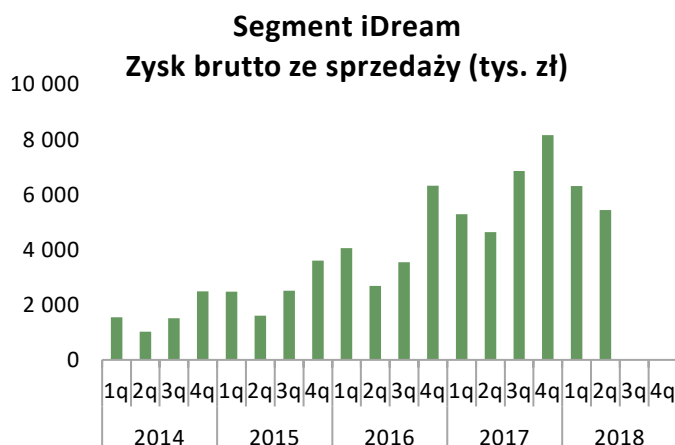
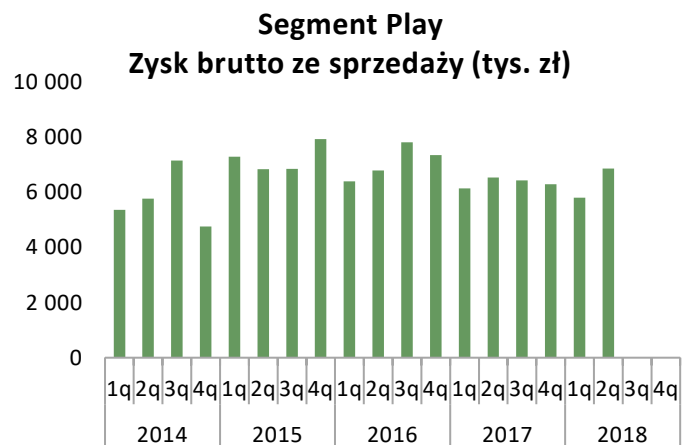
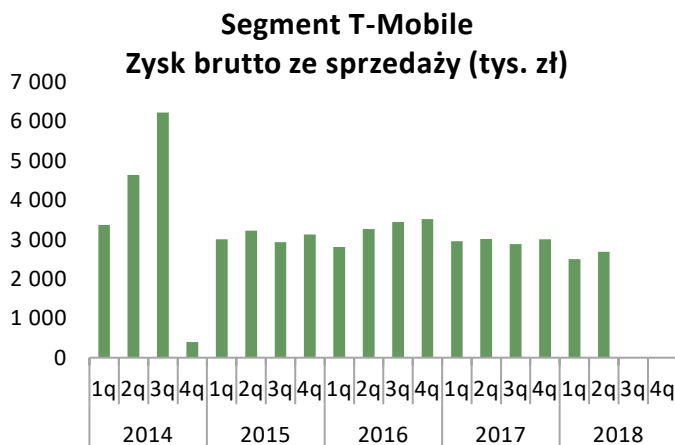
W obszarze współpracy z operatorem T-Mobile I półrocze 2018 roku przyniosło kontynuację negatywnego trendu w wynikach, widocznego od wielu lat. Przychody ze sprzedaży usług wypracowane w tym okresie wyniosły 11,7 mln zł, co przekłada się na spadek o 10,2% rdr, natomiast zysk brutto na sprzedaży całego segmentu wyniósł 5,2 mln zł i był o 13% mniejszy rdr. Pogorszenie wyników było widoczne zarówno w I kw. jak i w II kw. bieżącego roku, na co wpływ miały m.in. gorsze warunki rozliczeń z operatorem, choć w pewnej części wpłynął na to również trwający proces remontu sieci salonów sprzedaży (odświeżenie wyglądu salonów), przez co niektóre placówki były w tym okresie chwilowo zamknięte.

W ramach współpracy z operatorem Play Emitentowi udało się zwiększyć przychody z tytułu świadczonych usług, które wyniosły w I półroczu 2018 roku 20,3 mln zł, zwiększając się o 3,5% rdr. Zysk brutto ze sprzedaży usług zmniejszył się jednak do 12,1 mln zł (-3,6% rdr). Jak tłumaczyła Spółka, wynikało to z nieco gorszych warunków rozliczeń z operatorem. Pomimo tego łączny zysk brutto ze sprzedaży segmentu był na podobnym poziomie rdr i wyniósł 12,7 mln zł. Duża w tym zasługa wykazanego w II kw. 2018 roku nadzwyczaj wysokiego w porównaniu do poprzednich kwartałów zysku brutto ze sprzedaży towarów, który był równy 0,6 mln zł. Jest to konsekwencja wprowadzenia do oferty przez operatora Play sprzedaży samych telefonów, na których generowana jest wyższa marża niż w przypadku urządzeń sprzedawanych

w pakiecie z umową abonamentową, z którą telefon sprzedawany jest zazwyczaj po atrakcyjnej, znacznie obniżonej cenie. Trudno jednak stwierdzić, czy taka oferta przyjmie się na rynku i czy klienci będą skłonni kupować telefony w salonach, które dotychczas kojarzyły się przede wszystkim z miejscem sprzedaży usług danego operatora, a nie samych urządzeń. Tym samym trudno ocenić, jaki wpływ będzie to miało na wyniki Emitenta w kolejnych okresach.

W segmencie iDream kontynuowana była pozytywna tendencja wzrostu wyników finansowych. Przychody ze sprzedaży towarów w I półroczu 2018 roku sięgnęły 121,9 mln zł (+26,9% rdr), a ze sprzedaży usług 2,7 mln zł (+23,5% rdr). Z kolei zysk brutto wyniósł 11,8 mln zł i był o 18,4% wyższy rdr. Poprawa była widoczna zarówno w I kw., jak i w II kw. bieżącego roku.

Istotny wzrost wyników został odnotowany w segmencie nc+. Przychody ze sprzedaży usług zwiększyły się w I półroczu 2018 roku o 13,9% rdr, wynosząc 1,3 mln zł, natomiast łączny zysk brutto ze sprzedaży segmentu poprawił się o 14,7% rdr, do poziomu 0,5 mln zł. Jednak w skali całej Grupy Kapitałowej udział tego segmentu wciąż pozostaje niewielki (zysk brutto ze sprzedaży to niespełna 1,5% łącznego wyniku Grupy).

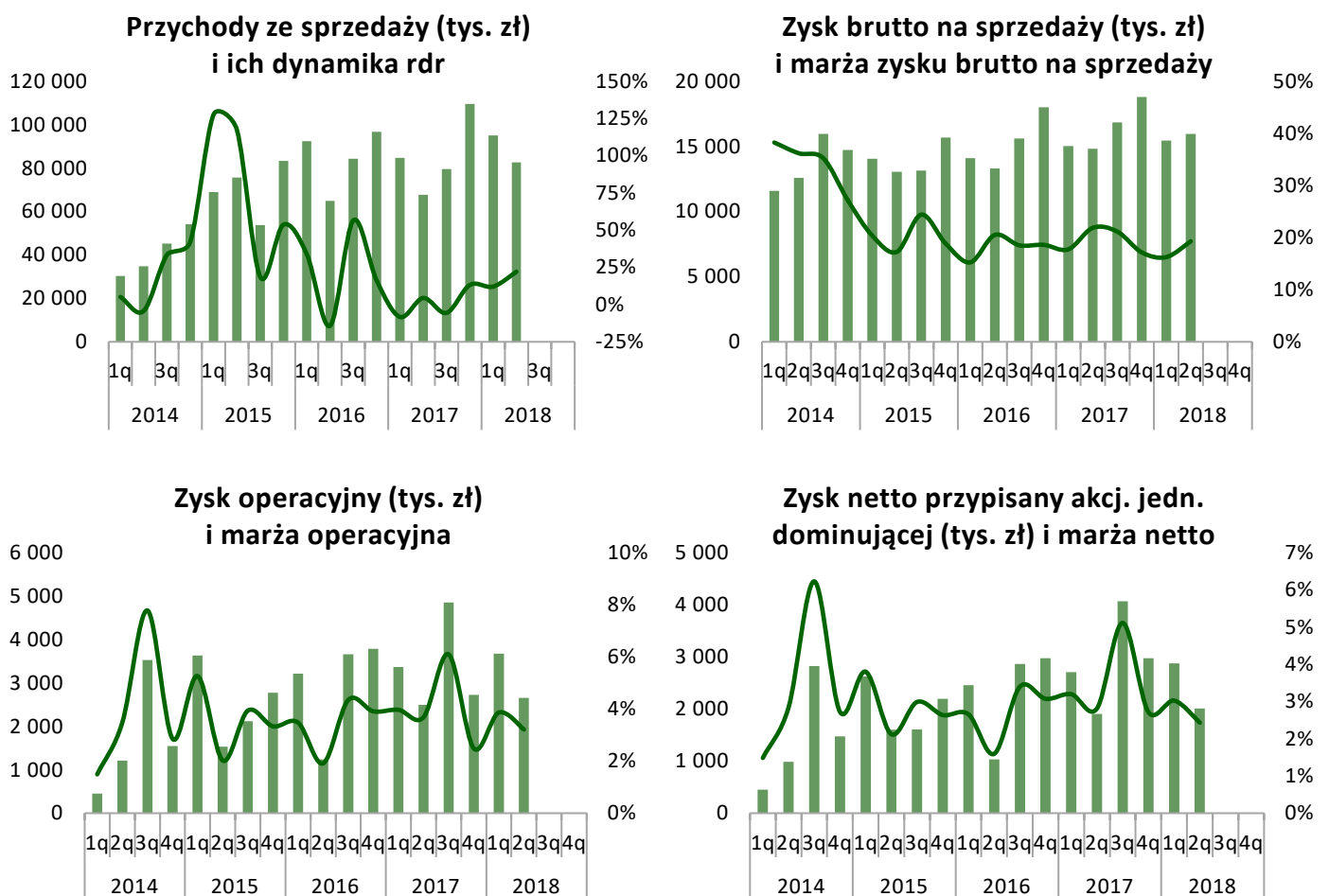


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Po stronie kosztowej wyróżniają się przede wszystkim dwie pozycje: koszty ogólnego zarządu oraz pozostałe koszty operacyjne. Koszty ogólnego zarządu w I półroczu 2018 roku wyniosły 2,3 mln zł wobec 3,1 mln zł przed rokiem, a więc były o około 0,8 mln zł niższe rdr. Miało to miejsce przede wszystkim w II kw. br. (spadek do 1,1 mln zł wobec 1,9 mln zł w analogicznym okresie rok wcześniej), a jak tłumaczy Zarząd Emitenta, był to głównie efekt przesunięcia wypłaconych premii. Natomiast pozostałe koszty operacyjne wyniosły w całym I półroczu 2018 r. 1,3 mln zł wobec 0,3 mln zł przed rokiem, w tym 0,5 mln zł przypadło na odpisy na należności w spółce zależnej Viamind.

Koszty w układzie rodzajowym wyniosły w I półroczu 2018 roku 40,2 mln zł i były o 2,7% wyższe rdr. Największe pozycje to niezmiennie usługi obce i wynagrodzenia, których suma sięgnęła 34,1 mln zł, co przełożyło się na wzrost o 1,7% rdr. Warto przy tym jednak zwrócić uwagę, że same usługi obce zwiększyły się o 4% rdr, podczas gdy koszty wynagrodzeń spadły o 4,3% rdr (i to pomimo odczuwalnej presji płacowej na rynku), co tłumaczyć można postępującym procesem zmiany struktury własności lokali Grupy Eurotel. Wzrostową tendencję utrzymały również koszty zużycia materiałów i energii, które wyniosły 2,3 mln zł (+9,4% rdr).

Na poziom zysku brutto wpłynął udział w stracie jednostki stowarzyszonej w kwocie 68 tys. zł. Ponadto, przy podobnych przychodach finansowych (ponad 100 tys. zł pochodzące z odsetek od depozytów) Emitent wykazał wyższe koszty finansowe – 117 tys. zł wobec 55 tys. zł w I połowie 2017 roku. Jednak w skali wyników całej Grupy Kapitałowej nie są to istotne wartości.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

W I półroczu 2018 roku Emitent wygenerował 1,3 mln zł przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej wobec ujemnego wyniku przed rokiem na poziomie 1,8 mln zł. Zmiana wynikała głównie ze zmian w kapitale obrotowym netto. Na poziomie działalności inwestycyjnej wydatki przekroczyły 1,6 mln zł, co było w istotnej części związane z otwarciem nowego sklepu iDream, a także z przeprowadzanymi remontami salonów T-Mobile. Jednocześnie Emitent odnotował dodatnie przepływy z aktywów finansowych na poziomie 1,4 mln zł. Z kolei przepływy z działalności finansowej były ujemne i wyniosły 8,6 mln zł, co było związane głównie z wypłaconą dywidendą (8,2 mln zł). W efekcie łączne przepływy również były ujemne i wyniosły 7,2 mln zł.

Kluczowe czynniki ryzyka

Zidentyfikowaliśmy następujące kluczowe czynniki ryzyka dla prognoz przedstawionych w niniejszej rekomendacji:

- **ryzyko pogorszenia sytuacji makroekonomicznej i rynkowej** – działalność Spółki Eurotel uzależniona jest od ogólnej sytuacji gospodarczej w Polsce i na świecie, w tym m.in. od poziomu dochodów i siły nabywczej oraz nastrojów konsumentów, a także od sytuacji na rynku telefonii komórkowej i sprzętu komputerowego, w tym np. od poziomu nasycenia rynku, panujących trendów i gustów konsumentów czy atrakcyjności ofert poszczególnych operatorów i bilansu przeniesień numerów. Istnieje przy tym ryzyko pogorszenia sytuacji makroekonomicznej lub rynkowej w przyszłości, co może mieć istotny negatywny wpływ na wyniki finansowe Grupy;
- **ryzyko wzrostu kosztów operacyjnych** – niska stopa bezrobocia w Polsce, a w konsekwencji także rosnąca presja płacowa, może przyczynić się do wzrostu kosztów wynagrodzeń Spółki. Ponadto istnieje ryzyko szybszego wzrostu innych kosztów rodzajowych, takich jak np. usługi obce czy zużycie materiałów i energii. W konsekwencji rentowność Grupy Eurotel może w kolejnych okresach istotnie się obniżyć;
- **ryzyko zapłaty nienależnie odliczonego podatku VAT** – w Spółce trwa obecnie postępowanie kontrolne dotyczące rzetelności deklarowanych podstaw opodatkowania oraz prawidłowości obliczania i wpłacania podatku od towarów i usług za okres od stycznia 2013 roku do grudnia 2013 roku. Istnieje ryzyko, że zakończy się ono rozstrzygnięciem negatywnym dla Emitenta, przez co Eurotel może być zobowiązany do zapłaty nienależnie odliczonego podatku (kwota szacowana na około 2 mln zł plus odsetki). Jednocześnie istnieje ryzyko zakwestionowania prawidłowości rozliczeń podatku VAT przez Spółkę w kolejnych latach;
- **ryzyko pogorszenia warunków rozliczeń z operatorami** – zasady rozliczeń z operatorami nie są stałe, a ich zmiana może mieć znaczący wpływ na osiąganе wyniki Grupy Eurotel. Jednocześnie Eurotel ma dość niewielki wpływ na decyzje operatorów w sprawie modyfikacji obowiązujących marż lub prowizji;
- **ryzyko wypowiedzenia umów przez operatorów** – umowy z operatorami mogą zostać wypowiedziane (z zachowaniem 12-miesięcznego okresu wypowiedzenia), co miałoby istotny wpływ na działalność i wyniki finansowe Grupy Eurotel;
- **ryzyko ograniczenia liczby placówek operatorów** – istnieje ryzyko podjęcia przez poszczególnych operatorów decyzji o znaczącym ograniczeniu sieci sprzedaży, co wymusiłoby na Grupie Eurotel zamknięcie niektórych jej placówek i przełożyłoby się negatywnie na osiąganе wyniki finansowe. Innym tego typu wydarzeniem mogłaby być ewentualna fuzja operatorów na rynku, co również doprowadziłoby do eliminacji niektórych punktów sprzedaży (placówki konkurencyjnych sieci często są w bliskiej odległości od siebie, przez co utrzymywanie ich po przeprowadzonej fuzji nie miałoby biznesowego uzasadnienia);
- **ryzyko utraty kluczowych klientów** – wyniki segmentu iDream są w dużej mierze uzależnione od współpracy Spółki z kilkoma znaczącymi odbiorcami. Istnieje przy tym ryzyko, że współpraca ta nie zostanie utrzymana w kolejnych okresach, co skutkować będzie obniżeniem przychodów i zysków Grupy Eurotel;
- **ryzyko niewłaściwej oceny celów akwizycyjnych** – dalszy rozwój Grupy Eurotel ma się opierać między innymi na akwizycjach podmiotów funkcjonujących w tych samych lub nowych dla Emitenta obszarach działalności. Istnieje przy tym ryzyko, że ewentualna transakcja przejęcia nie będzie korzystna dla Spółki i jej długoterminowej wartości. W szczególności nietrafiona transakcja przejęcia może wpłynąć negatywnie na przyszłe wyniki i sytuację majątkowo-finansową Grupy, a także na możliwości dalszego jej rozwoju i zdolność do wypłaty dywidendy.

Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne

OBJAŚNIENIA TERMINOLOGII UŻYTEJ W REKOMENDACJI

EBIT – wynik operacyjny
EBITDA – wynik operacyjny powiększony o amortyzację
Marża EBIT – relacja wyniku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
Marża EBITDA – relacja wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację do przychodów netto ze sprzedaży
Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EPS – wynik netto przypadający na jedną akcję
DPS – dywidenda przypadająca na jedną akcję
P/E – relacja kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV – relacja kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/S – relacja kapitalizacji rynkowej do przychodów netto ze sprzedaży
P/EBIT – relacja kapitalizacji rynkowej do wyniku operacyjnego
EV/EBITDA – relacja EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
EV/S – relacja EV do przychodów netto ze sprzedaży
PEG – relacja wskaźnika P/E do średniorocznego tempa wzrostu zysków
WACC – średnioważony koszt kapitału
ROE – rentowność kapitału własnego, relacja wyniku netto do kapitału własnego
ROA – rentowność aktywów, relacja wyniku netto do aktywów
FCFE – wolne przepływy pieniężne przypisane właścicielom kapitału własnego
FCFF – wolne przepływy pieniężne przypisane właścicielom kapitału własnego i wierzycielom
NOPAT – wynik operacyjny pomniejszony o teoretyczny podatek
CAGR – średnioroczne tempo wzrostu

SYSTEM REKOMENDACYJNY

System rekomendacyjny Domu Analiz SII oparty jest na wyznaczaniu cen docelowych i ocenie ich relacji do aktualnych cen rynkowych analizowanych instrumentów finansowych. Rekomendacje wydawane przez Dom Analiz SII obowiązują przez 12 miesięcy od momentu ich wydania lub do momentu, kiedy cena rynkowa danego instrumentu finansowego osiągnie wyznaczoną cenę docelową – chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Moment i częstotliwość ewentualnej aktualizacji rekomendacji nie jest określony i zależy między innymi od aktualnej sytuacji rynkowej i oceny analityka. Dom Analiz SII zastrzega, że jest to wyłącznie jego decyzja, czy i kiedy dokona potencjalnej aktualizacji raportu oraz że nie musi o tej decyzji z odpowiednim wyprzedzeniem komunikować.

Zawarte w rekomendacjach sformułowanie „cena docelowa” oraz zalecenia „kupuj”/„trzymaj”/„sprzedaj” należy interpretować zgodnie z poniższym opisem.

Cena docelowa – teoretyczna cena, jaka zdaniem analityków Domu Analiz SII powinna zostać osiągnięta w okresie obowiązywania rekomendacji, aby cena rynkowa danego instrumentu finansowego odpowiadała jego teoretycznej wartości fundamentalnej.

Kupuj – w ocenie analityków Domu Analiz SII dany instrument finansowy jest fundamentalnie niedowartościowany (potencjał wzrostu ceny rynkowej w rekomendowanym okresie powyżej 10%).

Trzymaj – w ocenie analityków Domu Analiz SII wartość fundamentalna danego instrumentu finansowego nie odbiega w sposób znaczący od jego ceny rynkowej (potencjał spadku/wzrostu ceny rynkowej w rekomendowanym okresie w przedziale od -10% do 10%).

Sprzedaj – w ocenie analityków Domu Analiz SII dany instrument finansowy jest fundamentalnie przewartościowany (potencjał spadku ceny rynkowej w rekomendowanym okresie powyżej 10%).

WYKORZYSTYWANE METODY WYCENY ORAZ ICH SILNE I SŁABE STRONY

Przy sporządzaniu rekomendacji Dom Analiz SII wykorzystuje co najmniej jedną z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczą (mnożnikową), zdyskontowanych zysków rezydualnych, księgową (aktywów netto).

Silną stroną metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest uwzględnianie w wycenie przyszłych przewidywanych przepływów pieniężnych oraz zmiany wartości pieniądza w czasie, natomiast do jej wad należy zaliczyć relatywnie dużą ilość potrzebnych założeń i dużą wrażliwość na prognozowane wielkości finansowe, w tym duże uzależnienie końcowej wyceny od tzw. wartości rezydualnej (RV – Residual Value).

W przypadku wyceny porównawczej zaletą jest relatywna prostota modelu oraz uwzględnianie aktualnych rynkowych wycen spółek porównywalnych do spółki wycenianej, natomiast do jej wad należy zaliczyć ryzyko nieefektywnej wyceny (przewartościowania lub niedowartościowania) przez rynek spółek porównywalnych, trudności z doбором właściwej grupy porównawczej czy duży subiektywizm w wyborze zastosowanego przy wycenie mnożnika.

Wśród silnych stron metody zdyskontowanych zysków rezydualnych wymienić można mniejsze niż w przypadku metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych uzależnienie końcowej wyceny od oszacowanej wartości rezydualnej. Słabą stroną tej metody jest stosunkowo niska jej znajomość i zrozumienie wśród inwestorów, a także relatywnie duża ilość potrzebnych do wyceny założeń.

Zaletą wyceny metodą księgową jest jej prostota, natomiast wada to skupianie się na bieżącym stanie majątku i brak uwzględniania przyszłych korzyści dla akcjonariuszy spółki.

Więcej informacji na temat wykorzystywanych w rekomendacjach przez Dom Analiz SII metodach wyceny przeczytać można na stronie internetowej Domu Analiz SII pod adresem: www.domanaliz.pl/metody-wyceny.

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejsza rekomendacja została przygotowana przez Dom Analiz SII Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością („Dom Analiz SII”) z siedzibą we Wrocławiu, ul. Długopolska 22, 50-560 Wrocław, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000718815, posiadającą numer NIP: 8992841148 i REGON: 369480988.

Data i godzina zakończenia prac nad rekomendacją: 2018-10-17, godz. 07:50.

Data i godzina pierwszej dystrybucji raportu: 2018-10-17, godz. 08:00.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. a także z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony publicznie wszystkim zainteresowanym podmiotom przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji.

Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy są klientami Domu Analiz SII lub będą za takowych uznawani.

Ileokroć w tym dokumencie jest mowa o „Emitencie”, należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio odnosi się rekomendacja.

Żadna informacja zawarta w niniejszym raporcie, w tym opinie sporządzających raport oraz wszelkie rekomendacje w nim zawarte, nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), ani jakiegokolwiek porady księgowej, podatkowej czy prawnej.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego Dom Analiz SII nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego podmiotu będącego jego odbiorcą, w tym jakiegokolwiek konkretnego inwestora. Żadna z informacji zawartych w niniejszym raporcie nie stanowi oświadczenia ani zapewnienia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia ze względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi indywidualnej rekomendacji. Inwestycje oraz usługi przedstawione w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultacje z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Odbiorca niniejszego raportu musi dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla niego odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte, biorąc pod uwagę swoją własną strategię oraz sytuację prawną i finansową. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego, oferty lub innych dokumentów i materiałów sporządzonych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Dom Analiz SII informuje, że inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Dom Analiz SII zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i jego wyników finansowych, jak np. sytuacja makroekonomiczna na świecie i w kraju, zmieniające się warunki ekonomiczne, zmiana sytuacji na rynkach towarowych, katastrofy naturalne, zmiany polityczne, prawne lub podatkowe.

Dom Analiz SII zwraca uwagę, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez inwestora straty. Dlatego osoba podejmując pojedynczą decyzję inwestycyjną powinna nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w rekomendacji, ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione w niniejszym dokumencie).

Niniejsze opracowanie ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych. Żaden z jego zapisów nie stanowi podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejszy dokument nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe ani nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy dokument może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane ani przeznaczone do rozpowszechniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się na obszarze jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem. W szczególności niniejszy dokument ani jego kopie nie mogą być rozpowszechniane w: USA, Australii, Kanadzie, Japonii ani udostępniane obywatelom lub rezydentom tych państw, gdzie rozpowszechnianie tego dokumentu może być ograniczone przez prawo. W takich przypadkach osoby rozpowszechniające niniejszy dokument powinny zapoznać się i dostosować do wszelkich tego typu ograniczeń.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności i rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Analiz SII uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in.: raporty okresowe i bieżące Emitenta, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, dane statystyczne, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami spółek. Dom Analiz SII nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Dom Analiz SII nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Dom Analiz SII i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Dom Analiz SII nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka według stanu na dzień sporządzenia raportu i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. Dom Analiz SII nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez Dom Analiz SII. Dom Analiz SII może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej rekomendacji. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia, a także metody analityczne, przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Dom Analiz SII, jego organy zarządcze ani pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie niniejszego raportu i zawartych w nim informacji, jak również jakiegokolwiek innego wykorzystania niniejszego raportu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Dom Analiz SII nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie. Dom Analiz SII niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia, zapewnienia lub gwarancji przyszłych wyników.

W przypadku rozpowszechniania niniejszego raportu przez jakikolwiek podmiot trzeci – inny niż Dom Analiz SII lub podmioty z nim powiązane – podmiot ten jest wyłącznie odpowiedzialny za dystrybucję niniejszego raportu. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Dom Analiz SII do klientów podmiotu trzeciego dystrybuującego niniejszy raport i Dom Analiz SII, członkowie jego organów oraz pracownicy, ani podmioty powiązane nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z wykorzystania niniejszego raportu lub jego poszczególnych treści.

Niniejszy raport został sporządzony przez Dom Analiz SII na zlecenie Emitenta na podstawie zawartej umowy o przygotowanie niezależnej rekomendacji inwestycyjnej. Dom Analiz SII za przygotowanie niniejszego raportu otrzymał wynagrodzenie od Emitenta. Niniejszy raport został przekazany do Emitenta przed jego publikacją, jednak nie miało to wpływu na tezy i założenia, a także na cenę docelową i zalecenie inwestycyjne zawarte w niniejszej rekomendacji. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Analiz SII ani analitycy sporządzający niniejszą rekomendację nie świadczyli żadnych innych usług na rzecz Emitenta lub podmiotów z nim powiązanych oraz za wyjątkiem powyższych zastrzeżeń nie otrzymywali od Emitenta ani podmiotów z nim powiązanych żadnego wynagrodzenia.

Nie występuje żaden istotny interes finansowy, w szczególności nie istnieją żadne znaczące umowy lub inne istotne powiązania pomiędzy podmiotami powiązanymi z Domem Analiz SII a Emitentem lub podmiotami z nim powiązanymi.

Na dzień sporządzenia niniejszej rekomendacji Dom Analiz SII ani podmioty z nim powiązane, ani analitycy sporządzający niniejszą rekomendację, ani żadna z osób, które brały udział w jej sporządzeniu:

- nie posiadają akcji Emitenta lub akcji/udziałów podmiotów z nim powiązanych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego;

- nie znajdują się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;
- nie posiadają instrumentów emitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;
- nie posiadają instrumentów finansowych, których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem.

Dom Analiz SII zwraca uwagę, że Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (podmiot dominujący wobec Domu Analiz SII) w związku z prowadzonym projektem edukacyjnym „Fundamentalny Portfel SII”, którego zarządzającymi są jednocześnie autorzy niniejszej rekomendacji, jest posiadaczem 85 akcji Emitenta. Wartość tej pozycji na dzień publikacji niniejszej rekomendacji to 1.339 zł.

Dom Analiz SII nie wyklucza, że będzie w przyszłości składać oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta za wynagrodzeniem, w tym usług przygotowania rekomendacji inwestycyjnej oraz takie usługi świadczyć, jak również nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Powyższe zastrzeżenie dotyczy również podmiotów powiązanych z Domem Analiz SII oraz analityków sporządzających rekomendacje.

Dom Analiz SII nie prowadzi działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r. poz. 2486 z późn.zm.).

Za wyjątkiem wynagrodzenia od Domu Analiz SII analitycy Domu Analiz SII nie otrzymują żadnej innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta ani nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.

Dom Analiz SII ani podmioty z nim powiązane nie są stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie. Za wyjątkiem powyższych zastrzeżeń, pomiędzy Domem Analiz SII, podmiotami z nim powiązanymi i analitykami sporządzającymi niniejszy raport a Emitentem nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony.

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Dom Analiz SII w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Spółka	Data rozpowszechnienia	Analitycy	Cena docelowa	Cena rynkowa w momencie rozpowszechnienia	Zalecenie inwestycyjne	Ważność rekomendacji
CDRL S.A.	2018-04-23	Paweł Juszcak, Adrian Mackiewicz	42,62 zł	32,00 zł	kupuj	2019-04-23
Mex Polska S.A.	2018-05-23	Paweł Juszcak	6,97 zł	4,37 zł	kupuj	2019-05-23
Sescom S.A.	2018-08-27	Paweł Juszcak, Adrian Mackiewicz	55,97 zł	23,80 zł	kupuj	2019-08-27

Dom Analiz SII jest autorem niniejszego raportu. Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi należącymi do Domu Analiz SII. Żaden z materiałów ani jego treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody Domu Analiz SII.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i logotypy użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi, oznaczeniami lub logotypami Domu Analiz SII.

Copyright © 2018 Dom Analiz SII Sp. z o.o. Wszelkie prawa zastrzeżone.