

Инвестиционная идея для американского рынка

Dish Network Corporation (DISH): в будущее с 5G на облаке

Благодаря развитию услуг связи нового поколения недооцененная рынком Dish Network сохраняет потенциал роста акций к \$44,5 на горизонте года

Тикер: **DISH**
 Цена акций на момент анализа: **\$32,94**
 Целевая цена акций: **\$44,50**
 Текущий потенциал роста: **35,15%**

Компания Dish Network известна с 1980 года как один из ведущих американских провайдеров спутникового телевидения, владелец сервисов Dish TV и Sling TV. Кроме того, с недавнего времени компания стала оператором сотовой связи. В настоящее время практически всю выручку Dish Network генерирует в США, на Канаду и Мексику приходится лишь 0,3% показателя. В третьем квартале текущего года услуги в сегменте платного ТВ принесли Dish Network 69% выручки, услуги в сегменте сотовой связи – 24%, около 7% обеспечили продажи оборудования для спутникового ТВ и другой электроники. Основной бизнес компании переживает не лучшие времена, и тенденции складываются не в его пользу. За 2017-2019 годы Dish Network лишилась более 1,5 млн клиентов, а ее выручка уменьшилась на 9%. Все больше домохозяйств США отказывается от спутникового ТВ, предпочитая ему различные стриминг-сервисы. Именно поэтому два года назад менеджмент Dish принял решение о выходе на рынок мобильной связи. В июле 2020 года была закрыта сделка по покупке бренда Boost Mobile за \$1,4 млрд у оператора Sprint, в результате чего абонентская база Dish пополнилась более чем 9 млн пользователей. По условиям сделки Dish с объединившимися операторами связи T-Mobile и Sprint компания получила право оперировать на сетях T-Mobile по модели MVNO до оконча-

ния строительства своей собственной 5G-сети. Согласно обязательствам перед американским регулятором, которые входят в контракт между Dish, T-Mobile и Sprint, компания должна обеспечить связью пятого поколения не менее 20% населения США к лету 2022 года и 70% еще через год. Для развертывания 5G-сети была выбрана инновационная технология Open RAN (O-RAN). Не погружаясь в технические детали, отметим, что O-RAN подразумевает активное использование специального ПО в централизованных дата-центрах вместо распределенного географически дорогостоящего устаревшего оборудования, созданного еще в прошлом веке. Такие сети связи называют облачными. Сеть Dish на базе O-RAN будет развернута с наименьшими капитальными инвестициями в индустрии. По последним оценкам менеджмента, в течение следующих семи лет капитальные вложения составят \$10 млрд. В ходе последнего конференц-звонка стало известно о заключительном этапе подготовки компании к развертыванию сети 5G. Первые области покрытия начнут появляться уже в 2021 году, что может обеспечить котировки Dish Network драйвером роста. В рамках начала строительства 5G-сети компания уже заключила перспективные соглашения с различными вендорами, включая Qualcomm, VMWare и Intel.

Вадим Меркулов,
 директор аналитического департамента
 ИК «Фридом Финанс»



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
LHX	4,4%	17,5%	19,1%	(5,0%)	(8,0%)
S&P 500	1,2%	2,2%	4,1%	7,5%	16,2%
Russell 2000	0,0%	4,7%	9,3%	13,1%	11,8%
DJ Industrial Average	0,0%	2,7%	4,7%	7,2%	6,9%
NASDAQ Composite Index	0,8%	1,8%	2,2%	8,2%	39,6%



25



Инвестиционная идея для американского рынка



Главным препятствием на пути к реализации амбициозных планов Dish Network мы считаем ее высокую долговую нагрузку: отношение чистого долга к EBITDA составляет 3,6x. Компания ограничена в возможностях привлечения дополнительного финансирования, поэтому инвесторы сомневаются в том, что обещания менеджмента будут исполнены в срок. Однако именно эта неуверенность инвесторов, по нашему убеждению, создает удачную возможность для покупки недооцененных акций Dish. Во-первых, согласно нашей финмодели, компания имеет шансы построить 5G-сеть без существенного

увеличения долга. Во-вторых, у Dish остается возможность привлечь заемный капитал, поскольку она генерирует положительный свободный денежный поток. Мы рассчитываем, что NetDebt/EBITDA эмитента не превысит 4x в течение следующих пяти лет и будет постепенно уменьшаться. Таким образом, кредитная нагрузка не является существенным препятствием для развития. Фактор пандемии также не оказывает существенного влияния на бизнес: гендиректор компании Чарли Эрген недавно отметил, что все сложности, связанные с COVID-19, были устранены.

В настоящее время на сегмент сотовой связи приходится лишь 24% выручки Dish, что открывает для нее многолетние перспективы роста. В нашей DCF-модели мы прогнозируем, что доля сегмента Wireless в общей выручке компании превысит 50% в 2028 году. Рассчитываем, что к 2030 году абонентская база Dish достигнет примерно 25 млн. Целевая цена на горизонте года – \$44,5. Инвестиция также имеет более долгосрочный потенциал и перспективу достижения целевой области \$50-60 в случае успешного развертывания 5G-сети в 2022-2023 годах.

Инвестиционный обзор №212
18 ноября 2020
www.fff.ru



Финансовые показатели, \$ млн	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Выручка	14 391	13 621	12 808	14 588	16 098	16 195	16 458	17 773	18 872
Основные расходы	11 695	10 748	10 135	11 544	12 739	12 632	12 672	13 507	14 154
Валовая прибыль	2 696	2 873	2 672	3 044	3 359	3 563	3 785	4 265	4 718
SG&A	687	726	793	953	1 127	1 296	1 399	1 600	1 698
EBITDA	2 835	2 870	2 516	2 783	2 934	3 140	3 379	3 813	4 324
Амортизация	826	722	638	692	702	873	993	1 147	1 304
EBIT	2 009	2 148	1 879	2 091	2 232	2 267	2 386	2 666	3 020
Процентные выплаты (доходы)	22	-30	-54	460	525	572	564	558	545
EBT	1 650	2 189	1 944	1 631	1 707	1 695	1 822	2 108	2 475
Налоги	-515	534	451	342	358	356	383	443	520
Чистая прибыль	2 099	1 575	1 400	1 195	1 255	1 246	1 347	1 572	1 862
Dilluted EPS	\$4,05	\$2,99	\$2,60	\$2,20	\$2,28	\$2,24	\$2,39	\$2,76	\$3,23
DPS	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-

Анализ коэффициентов	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE	13%	9%	9%	8%	8%	9%	9%
ROA	4%	3%	4%	3%	4%	4%	4%
ROCE	7%	7%	7%	7%	7%	8%	8%
Выручка/Активы (x)	0,38x	0,42x	0,44x	0,43x	0,42x	0,44x	0,44x
Козф. покрытия процентов (x)	79,32x	4,28x	3,99x	3,77x	4,07x	4,66x	5,40x

Маржинальность, в %	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Валовая маржа	19%	21%	21%	21%	21%	22%	23%	24%	25%
Маржа по EBITDA	20%	21%	20%	19%	18%	19%	21%	21%	23%
Маржа по чистой прибыли	15%	12%	11%	8%	8%	8%	8%	9%	10%

