

środa, 5 listopada 2014 | aktualizacja raportu

Orange Polska: redukuj (podwyższona)

OPL PW; OPL.WA | Telekomunikacja, Polska

Konkurencja na mobilnym B2B, dywidenda pod presją

Po spadku notowań Orange Polska o 15,9% w ciągu ostatniego miesiąca podtrzymujemy nasze negatywne podejście do waloru ze względu na (1) niestanną presję na ceny na mobilnym rynku B2B, (2) wzmożenie walki konkurencyjnej na rynku Internetu stacjonarnego ze strony operatorów kablowych i Netii, (3) rosnące koszty Interkonektu spowodowane masową migracją klientów do ofert nielimitowanych oraz istotnym popytem na oferty SIM only. Powyższe czynniki powinny przełożyć się na spadek skorygowanego wyniku EBITDA R/R w 2015 r. o 6,8% do poziomu 3 627 mln PLN (vs. 3 806 mln PLN konsensusu Bloomberg). Spadek na linii EBITDA w 2015 r. towarzyszyć będzie istotnym nakładom inwestycyjnym na częstotliwości z zakresu 800 MHz i nakładom na infrastrukturę światłowodową, które wraz z CAPEXem organicznym szacujemy na 3,4 mld PLN. Wypłata 0,50 PLN dywidendy jest możliwa przy podniesieniu zadłużenia spółki z 1,1x na koniec 2014 r. do 1,4x w ciągu roku. Tutaj zwracamy uwagę na działania Orange France, które we wrześniu przejęło Jazztela za 3,4 mld EUR, emitując obligacje hybrydowe (traktowane jako equity według IFRS) i jest skoncentrowana na lekkim obniżeniu wskaźnika długu netto/EBITDA do poziomu 2,0x. Spółka matka prowadzi w Grupie finansowanie za pomocą cash pooling, stąd naszym zdaniem nie jest zdeteminowana do utrzymywania poziomu dywidendy w spółkach córkach, jeśli wiązałoby się to z zaciągnięciem dodatkowego długu. W scenariuszu bazowym zakładamy obniżkę dywidendy do 0,25 PLN z zysku za 2014 r. (vs. konsensus Bloomberg 0,52 PLN). Naszą cenę docelową podwyższamy do 8,90 PLN ze zleceniem inwestycyjnym redukuj (poprzednio sprzedaj).

Deregulacja BSA

Orange Polska skorzystało z możliwości obniżania cen detalicznych stacjonarnego dostępu do Internetu (wyłączenie testu marży) na rynku 5., na co operatorzy kablowi i Netia odpowiedzieli przeceną oferty broadbandu z niższymi prędkościami przesyłu. Zakładamy, że brak obowiązkowej sprzedaży usług hurtowych na terenie 76 gmin (z 3,9 mln gospodarstw domowych) zachęci Orange Polska do dosprzedawania swoich usług na tym terenie. Jednak musi być to poprzedzone inwestycjami w infrastrukturę światłowodową, by skutecznie konkurować z kablówkami posiadającymi nowoczesne rozwiązania technologiczne.

Pozorna stabilizacja na linii EBITDA

W ciągu dwóch ostatnich kwartałów skorygowany wynik EBITDA był niższy R/R o 2%, co oznaczałoby pewną stabilizację. Zwracamy jednak uwagę, że wynik został zwiększony o ponad 150 mln PLN przez zmianę sposobu rozpoznawania sprzedaży ratalnej urządzeń mobilnych. Skala spadku R/R po oczyszczeniu o ten efekt byłaby na poziomie 9%. Odzwierciedlenie zmiany widać w CFO, który ulega obniżeniu na linii należności. W nadchodzących kwartałach na spadek EBITDA wpłynie presja na ceny na mobilnym rynku B2B, która oprócz wzmożonej konkurencji wynika z trzech powodów: (1) wyższych cen w stosunku do rynku detalicznego, (2) popularyzacji oferty SIM only, (3) masowego przechodzenia klientów do ofert nielimitowanych.

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	14 141,0	12 923,0	12 143,7	11 830,6	11 666,4
EBITDA	4 857,0	3 904,0	4 011,6	3 627,0	3 484,5
marża EBITDA	34,3%	30,2%	33,0%	30,7%	29,9%
EBIT	1 574,0	788,0	951,8	778,1	807,0
Zysk netto	855,0	296,0	503,8	438,7	462,1
DPS	1,50	0,50	0,25	0,50	0,50
P/E	15,4	44,2	26,0	29,8	28,3
P/CE	1,0	1,0	1,1	1,0	1,1
P/BV	1,0	1,0	1,1	1,0	1,1
EV/EBITDA	3,7	4,3	4,4	4,8	5,0
DYield	15,03%	5,03%	5,01%	2,51%	5,01%

Cena bieżąca	9,98 PLN
Cena docelowa	8,90 PLN
Kapitalizacja	13,1 mld PLN
Free float	6,5 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	80,58 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Orange S.A. (poprzednio France Telecom S.A.)	50,67%
Pozostali akcjonariusze	49,33%

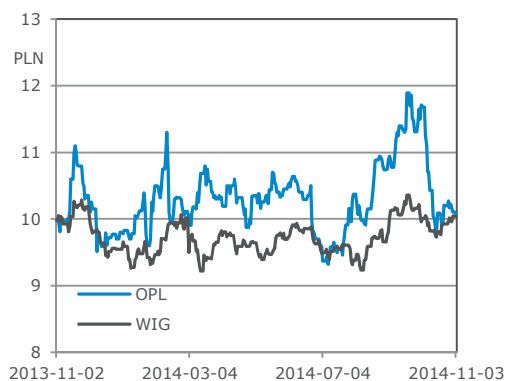
Strategia dotycząca sektora

Wartość rynku usług telekomunikacyjnych w Polsce szacowana jest na 39 mld PLN, z czego 26 mld PLN przypada na telefonię komórkową z penetracją na poziomie >145%. Na ten segment w ostatnich kwartałach wpływ ma spadek stawek MTR oraz wzmożona konkurencja (w Polsce działa 4 głównych operatorów). W 2013 r. penetracja telefonią stacjonarną w Polsce wynosiła 23,0% (-0,8 p.p. R/R). Trend spadkowy dotyczył w 2013 roku także linii oferowanych w ramach regulowanych usług hurtowych (WLR i LLU).

Profil spółki

Orange Polska jest wiodącym dostawcą usług telekomunikacyjnych w Polsce. Na koniec roku 2012 z usług Orange Polska korzystało ponad 20 mln klientów. Udziały w rynku telefonii komórkowej i stacjonarnej wyniosły w 2013 r. odpowiednio 27% i 54% (pod względem liczby klientów). Orange Polska kontroluje też 30% rynku szerokopasmowego dostępu do Internetu. Spółka posiada największą w Polsce infrastrukturę techniczną.

Kurs akcji OPL na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Orange	8,90	8,10	redukuj	sprzedaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Orange	9,98	8,90

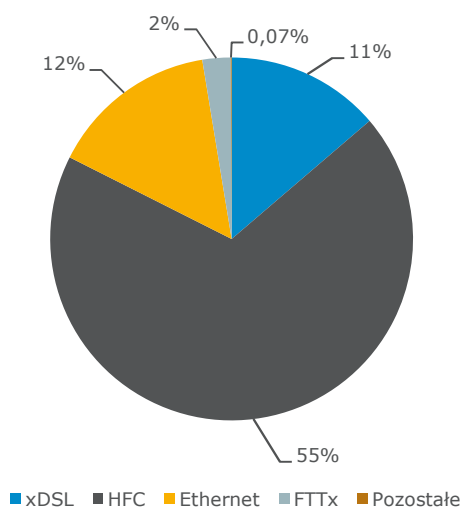
Analitik:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl

Deregulacja rynku BSA

W dniu 8 października br. Urząd Komunikacji Elektronicznej formalnie poinformował o wydaniu decyzji, która stwierdza skuteczną konkurencję na tzw. rynku 5., tj. na obszarze 76 wybranych gmin i zniósł obowiązek świadczenia usług BitStream Access (BSA) przez Orange Polska. Usługa BSA polega na sprzedaży szerokopasmowej transmisji danych, najczęściej za pomocą linii telefonicznej (w technologii xDSL). Usługa świadczona jest przez operatora alternatywnego na rzecz jego klientów, przy wykorzystaniu infrastruktury sieciowej operatora zasiedziącego (w tym przypadku Orange Polska). W rzeczywistości klient końcowy korzysta wyłącznie z infrastruktury właściwego operatora sieci, podczas gdy umowę dostawy usługi zawiera z innym. Ten z kolei, na mocy stosownej umowy ramowej, dzierżawi infrastrukturę właściwego operatora sieci. Teren 76 gmin zamieszkuje 24% populacji Polski i ok. 3 mln abonentów usług szerokopasmowych (37% rynku pod względem ilości osób). Analizując teren 76 gmin (na podstawie danych przedstawionych przez UKE) dochodzimy do wniosku, że głównym konkurentem zarówno Netii jak i Orange Polska są tutaj operatorzy kablowi dysponujący nowoczesną technologią HFC.

Rozkład technologii dostępu do Internetu na obszarach 76 gmin



Źródło: UKE

Pod względem całkowitej liczby abonentów na terenie tych gmin dominuje UPC Polska, a pod względem średnich udziałów w każdym pojedynczym rynku Multimedia Polska. Deregulacja ma naszym zdaniem dwie podstawowe implikacje: (1) zaostrenie walki konkurencyjnej poprzez obniżkę cen Internetu stacjonarnego w krótkim terminie oraz (2) możliwość zdobycia nowych klientów dzięki inwestycji w infrastrukturę światłowodową.

Wpływ w krótkim terminie

Obowiązujący dotychczas system regulacyjny narzucał telekomowi ograniczenia w kształtowaniu oferty dla klientów indywidualnych, gdyż zakładał sztywne zależności pomiędzy ofertą hurtową BSA i ofertami detalicznymi. W krótkim terminie korzyścią deregulacyjną jest przede wszystkim swoboda dla Orange Polska w obniżaniu cen detalicznych stacjonarnego dostępu do Internetu (do tej pory obniżka cen wiązała się z obowiązkiem obniżenia ceny hurtowej, co automatycznie pozwalało klientom BSA

przygotować konkurencyjną ofertę), z czego operator ostatnio skorzystał. Ceny w nowej ofercie zaczynają się od 39,9 PLN za Neostradę do 80 Mb/s miesięcznie (-33% vs. poprzednia cena) przy umowie na 24 miesiące i 49,9 PLN przy umowie na 12 miesięcy. Orange obniżyło także ceny pakietów usług. FunPack, czyli Neostrada z telewizją i telefonem jest dostępny za 59,90 PLN miesięcznie (obniżka o 25%). Orange Polska nie zrezygnowało z opłaty za utrzymanie łączy dla klientów bez telefonu stacjonarnego, stąd do powyższych cen należy doliczyć koszt 29,24 PLN na miesiąc. Nowa oferta Orange jest naszym zdaniem za mało konkurencyjna, by spowodować lawinowy wzrost użytkowników broadbandu na rynku 5. Netia wprowadziła ostatnio ofertę Dropss, czyli dostęp do Internetu na infrastrukturze Orange Polska bez limitów transmisji danych i opłat za łącze z ceną 49,90 PLN miesięcznie (vs. 69,14 PLN podobna oferta w Orange Polska). Netia wprowadziła także atrakcyjną ofertę dla B2C na sieciach dawnego Aster, którą Netia kupiła od UPC. Modernizacja sieci HFC dawnego Aster dokonana z wykorzystaniem rozwiązań sieciowych DOCSIS 3.0 pozwoliła Netii na zaoferowanie jednych z najszybszych usług internetowych w Polsce. Najszybsza opcja prędkości pobierania danych to aż do 300 Mb/s. Cena takiej usługi (z e-fakturą i umową na 12 miesięcy) wynosi 49,90 PLN miesięcznie. Dostępne są też wolniejsze warianty: do 20 Mb/s w cenie 29,90 PLN oraz do 100 Mb/s za 39,90 PLN miesięcznie. Także operatorzy kablowi odpowiedzieli na spadek cen Orange: UPC wprowadziła z powrotem do oferty Internet 10 Mbs za 49 PLN miesięcznie oraz rozpoczęła ofertowanie jednej z usług (Internet lub telewizja) gratis na pół roku w przypadku pakietu łączonego.

Wpływ w długim terminie

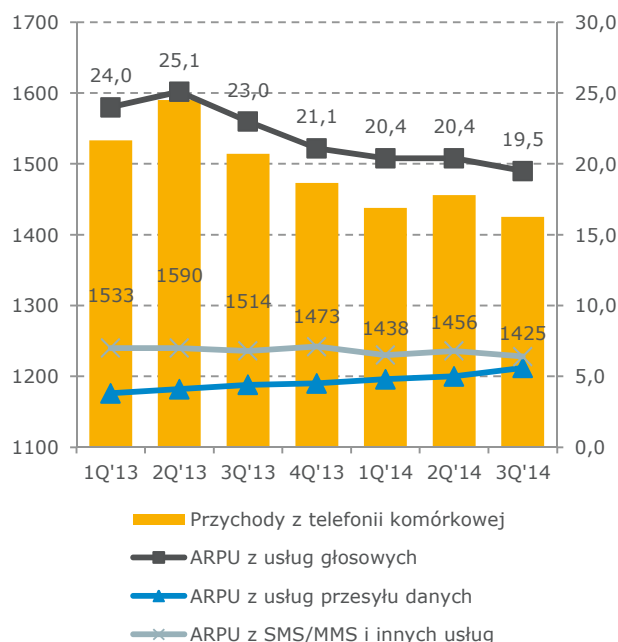
Zniesienie obowiązku udostępniania BSA, może zachęcić Orange Polska do inwestycji w infrastrukturę, gdyż operator nie będzie zmuszony dłużej sprzedawać ich konkurencji po cenach regulowanych. Przyniesie to poprawę pozycji konkurencyjnej wobec operatorów kablowych, którzy posiadają bardziej zaawansowane rozwiązania technologiczne. Inwestycja w FTTH/FTTB wiąże się z istotnymi nakładami inwestycyjnymi. Ponadto, potencjalną ofertę Orange trzeba z sukcesem sprzedać. Grupie powinna pomóc tutaj oferta łączona (przede wszystkim z usługami mobilnymi). Zwracamy także uwagę, że na obszarze rynku 5. Netia nadal będzie mogła konkurować z Orange na bazie LLU. Poza tym nie wszystkie lokale z usługami BSA są w zasięgu sieci LLU. Ich odsetek waha się w zależności od obszaru gminnego i przeciętnie wynosi 60-90%. W naszym modelu wyceny nie uwzględniamy pozytywnego wpływu deregulacji w długim okresie.

Wyniki za 3Q'14 i perspektywy na kolejne okresy

Wyniki za 3Q'14

Przychody ze sprzedaży wyniosły w okresie 3 046 mln PLN. W rozbiciu na główne linie przychodowe: detaliczne obroty z telefonii komórkowej były niższe od naszych oczekiwań (1 236 mln PLN vs. 1 301 mln PLN), co odzwierciedla (1) obniżenie stawek roamingowych w połowie roku (negatywny wpływ 28 mln PLN) oraz (2) wysokie natężenie konkurencji na polskim rynku. ARPU z usług detalicznych w telefonii mobilnej spadło do poziomu 27,3 PLN (tj. o ponad 11% R/R). Z danych wynika, że nadrobienie 17% spadku R/R na ARPU 3Q'14 z usług głosowych post-paid wzrostami w obszarze przesyłu jest trudnym zadaniem.

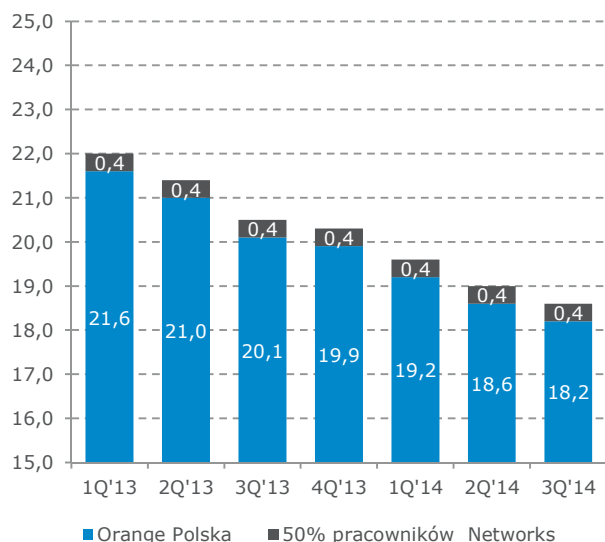
Wyniki segmentu mobilnego (obroty w mln PLN, ARPU w PLN)



Źródło: Orange Polska

Przychody z telefonii stacjonarnej wypadły z kolei lepiej od naszych oczekiwań (1 373 mln PLN vs. 1 349 mln PLN), dzięki dobrym wynikom na usługach hurtowych. Ilość głosowych linii stacjonarnych była mniejsza R/R o 4,7%, jednak spadek był mniejszy niż w poprzednich kwartałach. Spółka zaraportowała 128 mln PLN obrotów na linii sprzedaży sprzętu do telefonii komórkowej, co księgowo zwiększyło przychody ze sprzedaży i wynik EBITDA, podobnie jak w 2Q'14 (efektem jest m.in. pozycja bilansowa długoterminowe należności handlowe w sumie 104 mln PLN w 3Q'14, większa kwota jest zaksięgowana w należnościach krótkoterminowych). Baza kosztowa w 3Q'14 wyniosła 1 977 mln PLN po oczyszczeniu o koszty roszczeń i spraw sądowych). Wyższe od oczekiwań okazały się koszty rozliczeń z innymi operatorami oraz koszty świadczeń pracowniczych (446 mln PLN vs. 425 mln PLN nasze estymacje), jednak Spółka zanotowała spadek headcountu R/R o 7,6% w kwartale.

Struktura zatrudnienia w Orange Polska (tys. osób)



Źródło: Orange Polska

Pozytywnym aspektem publikacji jest spadek SAC, co podobnie jak kwartał temu wiąże się ze zmianą księgowania telefonów oraz popytem na oferty SIM only. Ostatecznie EBITDA wyniosła 1 040 mln PLN. Rentowność EBITDA spadła o 2,6 p.p. do 34,1%. Amortyzacja była większa od naszych oczekiwań, co przełożyło się na EBIT na poziomie 277 mln PLN. Spółka zaksięgowała 85 mln PLN kosztów finansowych netto.

Wyniki Orange Polska za 3Q'14

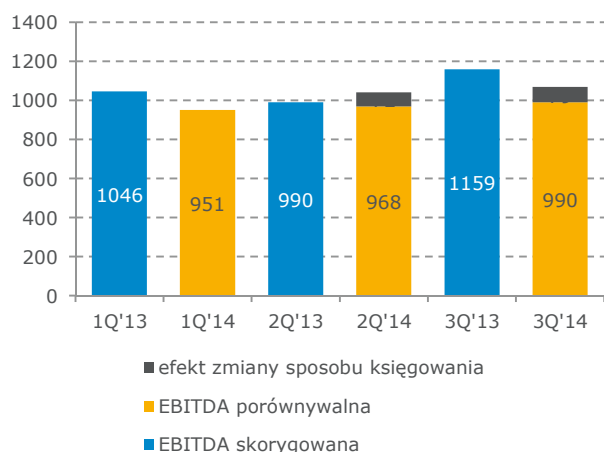
(mln PLN)	4Q'13*	1Q'14	2Q'14	3Q'14	r/r
Przychody razem	3 112,0	2 995,0	3 084,0	3 046,0	-3,6%
Usługi telefonii komórkowej	1 473,0	1 438,0	1 456,0	1 425,0	
Sprzedaż sprzętu	41,0	43,0	110,0	128,0	
Usługi telefonii stacjonarnej	1 488,0	1 420,0	1 386,0	1 373,0	
Pozostałe przychody	110,0	94,0	132,0	120,0	
EBIT	-72,0	391,0	200,0	277,0	-
marża	-2,3%	13,1%	6,5%	9,1%	28,8%
EBITDA	689,0	1142,0	996,0	1 040,0	-
marża	22,1%	38,1%	32,3%	34,1%	10,3%
skorygowana EBITDA	851,0	951,0	1 040,0	1 069,0	-7,8%
marża	27,3%	31,8%	33,7%	35,1%	
Koszty finansowe, netto	-118,0	-119,0	-118,0	-85,0	
Podatek dochodowy	79,0	-1,0	12,0	-52,0	
Skonsolidowany zysk netto	-111,0	271,0	94,0	140,0	-
					41,2%

Źródło: Orange Polska, *dane pro forma

Free Cash Flow

CFO operacyjny wyniósł 789 mln PLN i był o 19,7% niższy R/R. W prezentacji wynikowej jako jedną z przyczyn podana została większa płatność za licencję UMTS. CAPEX bez nakładów na spektrum 900 MHz wynoszących 358 mln PLN wyniósł 1,15 mld PLN, tj. poniżej założeń na cały rok (<1,8 mld PLN). Pomimo tego, FCF Spółki w ciągu 9M'14 wyniósł 851 mln PLN, tj. 77% planu rocznego, co nie daje nadziei na jego istotne przebicie. Zwracamy uwagę na rozbieżność na linii EBITDA i CFO. W ciągu 9M'14 skorygowany wynik EBITDA był na poziomie 4,2% niższym R/R, ale CFO zmalał o 10%. Jedną z przyczyn była zmiana kapitału obrotowego. Wyniosła ona w 9M'14 -226 mln PLN vs. -23 mln PLN. Wiąże się to z okresem przejściowym w księgowaniu sprzedaży ratalnej urządzeń, w którym Orange Polska właśnie się znajduje. Spółka zmieniała sposób rozpoznawania przychodów z tytułu sprzedaży urządzeń: wykazuje cały obrót w momencie sprzedaży w miejsce wcześniejszego rozpisywania obrotu na pełny okres trwania umowy abonenckiej. W wyniku operacji zmiana zysku EBITDA jest zawyżona o ponad 150 mln PLN. Spółka w sprawozdaniu CF musi zrobić korektę stanu gotówki z tytułu zmiany należności, co efektywnie obniża CFO. Drugą powtarzającą się przyczyną różnic z wysokości CF i zysku EBITDA są płatności za licencje UMTS w wysokości ok. 120 mln PLN rocznie.

Rekonsyliacja wyniku EBITDA o efekt zmiany rachunkowości sprzedaży ratalnej

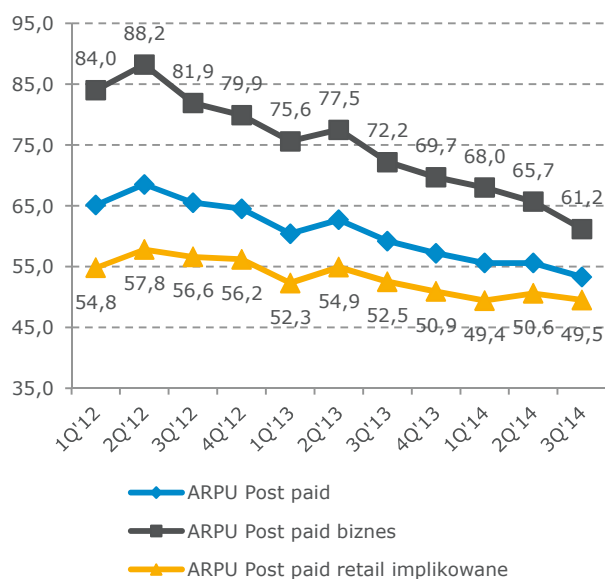


Źródło: Orange Polska

Perspektywy wyników na kolejne kwartały

Na konferencji powynikowej Zarząd Orange Polska potwierdził presję na ceny na mobilnym rynku B2B, która oprócz wzmoczonej konkurencji wynika z trzech powodów: (1) wyższych cen w stosunku do rynku detalicznego, (2) popularyzacji oferty SIM only, (3) masowego przechodzenia klientów do ofert nielimitowanych. Na podstawie danych Orange Polska obliczyliśmy ARPU w ramach post-paid dla klientów niebiznesowych. Od początku 2012 r. różnica pomiędzy ARPU na klientach biznesowych i niebiznesowych zmniejszyła się od 1Q'12 o blisko połowę: w 1Q'12 wyniosła ona 53%, w 3Q'14 wyniosła 24%. Sądzymy, że różnica będzie się zmniejszać w kolejnych kwartałach. ARPU na klientach biznesowych spadło w 2Q'14 o 15,2% R/R i tyle samo kwartał później. Dodatkowo zwracamy uwagę na ARPU dla klientów niebiznesowych, które notuje nieco mniejsze spadki (odpowiednio -7,8% i 5,7%), jednak naszym zdaniem jest zbyt wcześnie by prognozować stabilizację, zwłaszcza że Cyfrowy Polsat wprowadził ostatnio usługi wiązane SmartFirma (oferta o podobnej konstrukcji do oferty SmartDom dla klientów indywidualnych), na co operator sieci Play wprowadził ofertę Formula 4G LTE unlimited, którą lansuje jako Internet bez ograniczeń (w praktyce okres bez limitu to 6 miesięcy, po których miesięczny limit danych będzie ustalony na 25 GB). W ostatnich dniach podobny ruch wykonało także Orange France zdejmując limity danych LTE do końca marca 2015 r. Oferowanie nieograniczonego dostępu do Internetu to z jednej strony pozytywne posunięcie, które ma na celu przyzwyczajanie polskiego użytkownika do korzystania z Internetu przenośnego. Z drugiej strony w przyszłym roku okaże się jak na bardzo konkurencyjnym rynku, operatorzy poradzą sobie z monetyzacją sieci 4G.

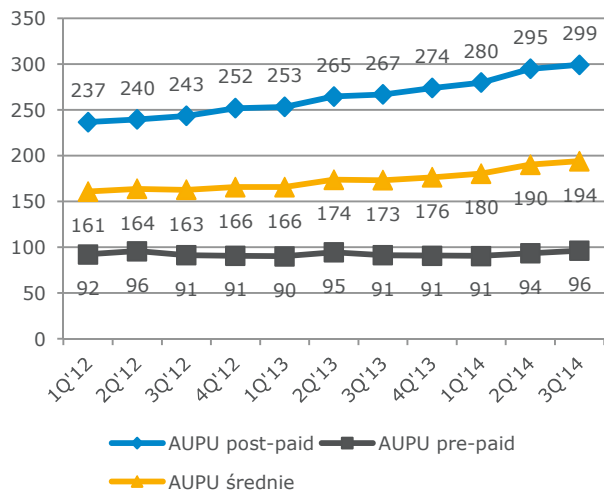
ARPU postpaid Orange Polska



Źródło: założenia Domu Maklerskiego mBanku

Remedium na spadki ARPU ma być wiązanie klienta z pomocą dosprzedaży usług nietelekomunikacyjnych, jednak z uwzględnieniem efektu na nasz model finansowy wstrzymujemy się do czasu pierwszych istotnych przychodów. Na konferencji powynikowej Orange Polska poinformował także o presji konkurencyjną na rynku broadband ze strony operatorów kablowych, którzy podwyższają szybkość oferowanego Internetu, oraz ze strony taniego DSL. Obniżka cen Internetu stacjonarnego to naszym zdaniem skutek deregulacji rynku BSA. Netia i operatorzy kablowi nie czekając na obniżki cen w Orange Polska, przeceniły swoją ofertę, by nie dopuścić do spadku bazy klientów. W 2015 r. zakładamy dalszy spadek obrotów w Orange Polska, jednak skala spadku powinna się zmniejszyć (z -6,0% R/R w 2014 r. do -2,6%). Przychody z usług mobilnych spadną w 2014 r. do 5 494 mln PLN (-4,0% R/R). Orange Polska będzie kontynuować walkę o klientów. Przełoży się to na znaczny spadek ARPU z usług mobilnych. Zakładamy ARPU detaliczne na poziomie 26 PLN (spadek z 30,3 PLN w 2013 r. i 27,8 PLN w 2014r.). Spadek ARPU z usług głosowych post- i prepaid będzie częściowo zrekomensowany wzrostem ARPU z przesyłu danych (zakładamy 7,0 PLN w 2015 r. vs. 4,2 PLN w 2013 r.). Przychody z usług stacjonarnych w 2015 r. spadną o 3,1%. Spadek wywoła głównie obniżenie się obrotów generowanych przez usługi stacjonarne (-7,2% R/R), co wynikać będzie z dalszego odplywu linii POTS oraz ISDN oraz linii WLR, LLU i BSA. Spadki w telefonii stacjonarnej powinny być złagodzone delikatnym wzrostem obrotów z Internetu stacjonarnego. W długim terminie prognozujemy spadek przychodów zarówno z usług mobilnych, jak i stacjonarnych. Kluczową linią kosztową dla Orange Polska będzie w 2015 r. interkonekt. Istotny popyt na ofert SIM only oraz kontynuacja procesu migracji do ofert nielimitowanych przekłada się na wysokość kosztów rozliczeń z operatorami (w 2015 r. zakładamy wzrost o 10% R/R).

AUPU w Orange Polska (minuty)



Źródło: Orange Polska

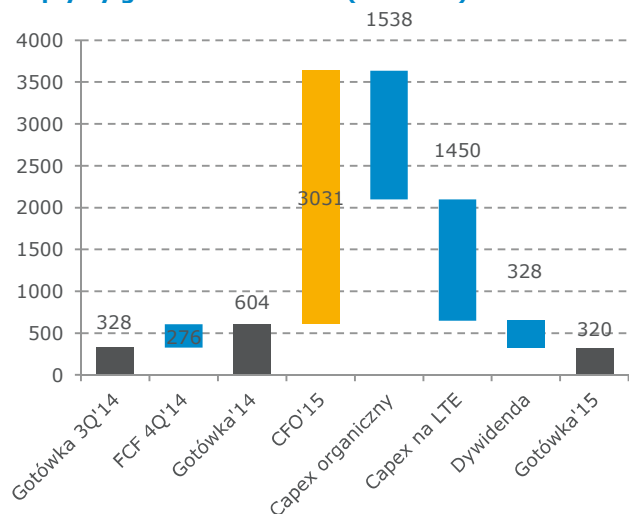
Orange France

Naszym zdaniem ważnym elementem decyzji o poziomie dywidendy w Orange Polska jest sytuacja bilansowa spółki matki. Orange France w połowie września poinformowało o ofercie 100% zakupu akcji Jazztel, notowanej na giełdzie hiszpańskiej. Orange France chce zaoferować 13 EUR za akcję gotówką (33% premii do średniej ważonej kursu zamknięcia z 30 notowań sprzed ogłoszenia transakcji). Cena zakupu 100% kapitału firmy Jazztel wyniesie 3,4 mld EUR. W celu finalizacji oferta musi być zaakceptowana przez minimum 50,01% kapitału firmy Jazztel, z wyłączeniem akcji będących przedmiotem nieodwołalnego zobowiązania dotyczącego wniesionego wkładu. Aby zachować stabilność bilansu, Orange France wyemituje kombinację instrumentów finansowych: papiery wartościowe dające dostęp do kapitału na maksymalną kwotę 2 mld EUR oraz długoterminowe, podporządkowane obligacje hybrydowe. Ten program finansowania będzie dostosowany w taki sposób, aby kwota funduszy własnych, która zostanie do nich przyporządkowana przez agencję ratingową była równa kwocie całkowitej wypłaconej w celu nabycia akcji firmy Jazztel. Pokazuje nam to jak bardzo grupa Orange jest zdeterminowana do utrzymywania możliwie niskiego stosunku długu netto/EBITDA. Po wynikach za 3Q'14 Grupa potwierdziła powrót na koniec 2014 r. do współczynnika zadłużenia netto do zysku EBITDA zbliżonego średnioterminowo do 2,0x. Podkreśliły także, że spółka matka Orange wyraziła zainteresowanie francuskimi częstotliwościami 700 MHz, które mają być rozdysponowane w najbliższej przyszłości. Grupa Orange France ma cash pooling ze swoimi spółkami córkami, w tym z Orange Polska. Stąd sądzimy, że spółce matce nie zależy na zwiększaniu poziomu dywidendy w najbliższym czasie.

Nakłady inwestycyjne

Orange Polska w najbliższym czasie poniesie znaczne nakłady inwestycyjne ze względu na (1) potrzeby organiczne, (2) zdobycie częstotliwości 800 MHz i 2600 MHz oraz (3) inwestycje w infrastrukturę światłowodową. Całkowity CAPEX w 2015 r. szacujemy na 3,0 mld PLN (w modelu nie uwzględniamy wpływu nakładów na FTTH/FTTB). Dodatkową zmienną jest wydatek na karę w wysokości 127,5 mln EUR za nadużywanie przez nią pozycji dominującej na rynku szerokopasmowego dostępu do Internetu. Płatność kary zakładamy w modelu w 2016 r.

Przepływy gotówki w 2015 r. (mln PLN)

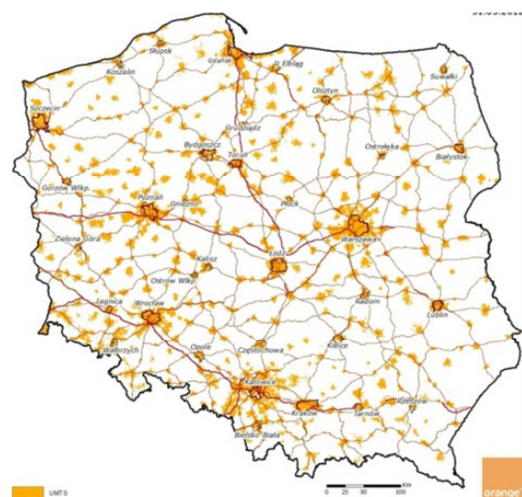


Źródło: mDM

CAPEX organiczny

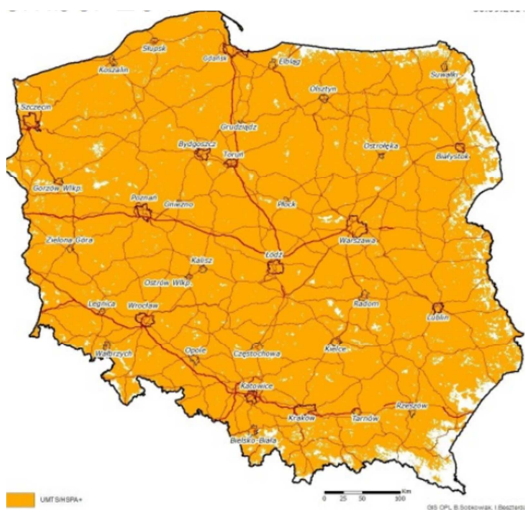
Wydatki organiczne w Orange Polska w obecnym roku szacujemy na 1,7 mln PLN, tj. na poziomie mniejszym niż założenia Zarządu z początku roku. Mniejsze nakłady są głównie rezultatem mniejszych inwestycji w infrastrukturę mobilną, co częściowo wynika z zakończenia modernizacji sieci 3G (we współpracy z T-Mobile), w wyniku której Orange Polska na koniec września dysponowało 99% zasięgiem biorąc pod uwagę populację Polski oraz 90% zasięgiem pod względem obszaru. Wskaźniki te wzrosły z poziomów odpowiednio 63% i 12%, co interpretujemy pozytywnie. Orange nadrobiło tym samym dystans do Polkomtela, którego sieć do tej pory była najbardziej rozległa.

Pokrycie siecią 3G na koniec marca'12



Źródło: Orange Polska

Pokrycie siecią 3G na koniec września'14



Źródło: Orange Polska

Orange Polska ograniczyło także inwestycje w sieć stacjonarną. Spółka czekała z decyzjami dot. CAPEX-u na światłowody aż Urząd Komunikacji Elektronicznej zdejmie obowiązki świadczenia usług BSA na rynku 5. Orange Polska ograniczyło także CAPEX na urządzenia dla klientów.

Capex Orange Polska

(mIn PLN)	1-3Q'13	1-3Q'14
CPE	142	117
SIEĆ MOBILNA	335	303
CORE NETWORK	219	210
SIEĆ STACJONARNA	284	245
SYSTEMY IT	284	292
razem	1 290	1 166

Źródło: szacunki mDM

CAPEX na LTE

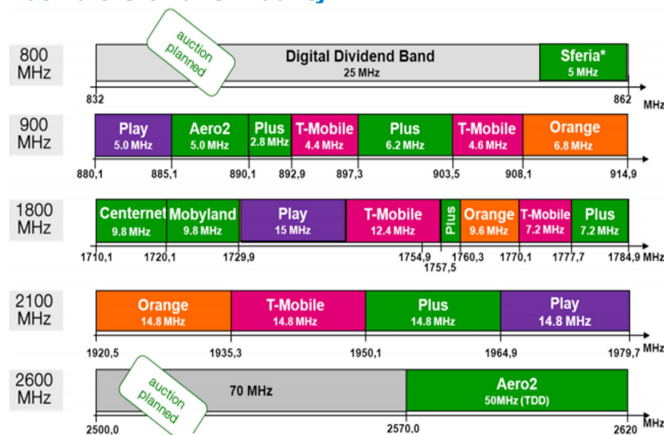
W dniu 10 października br. prezes Urzędu Komunikacji Elektronicznej opublikowała dokumentację aukcyjną na częstotliwości z zakresu 800 MHz i 2600 MHz. Przypominamy, że w aukcji do rozdysponowania jest 5 bloków 2 x 5 MHz z zakresu 800 MHz przy cenie minimalnej 250 mln PLN za jeden blok oraz 14 bloków 2 x 5 MHz z zakresu 2600 MHz przy cenie minimalnej 25 mln PLN za blok. Harmonogram procedury przewiduje, że oferty będzie można składać do 24 listopada br. Resort ma potem miesiąc na ich weryfikację. Aukcja będzie prowadzona na podstawie dokumentacji konsultowanej do 5 maja br. (kiedy to przerwano konsultacje z przyczyn technicznych) z kilkoma zmianami. Podsumowując warunki aukcji:

- Wszyscy operatorzy będą mogli starać się o maksymalnie 2 paczki pasma 800 MHz.
- Utrzymane zostało ograniczenie do współdzielenia 15 MHz tego pasma przez współpracujące podmioty i nie wpisano - chociaż ze strony Orange Polska padła taka propozycja - takiego ograniczenia dla grupy kapitałowej.
- Istnieje nadal zapis mówiący, że uczestnik aukcji może ubiegać się jedynie o taką liczbę rezerwacji częstotliwości z pasma 800 MHz, której uzyskanie nie doprowadzi do przekroczenia 20 MHz łącznie widma częstotliwości z pasma 800 MHz, o które

- ubiega się uczestnik aukcji lub podmioty z grupy kapitałowej, do której przynależy uczestnik aukcji.
- UKE wprowadził zapis przewidujący możliwość współdzielenia więcej niż 15 MHz pasma 800 MHz jeśli w takim projekcie będą uczestniczyć wszyscy posiadacze tych częstotliwości.
- We wzorze oferty wstępnej pojawiła się możliwość deklaracji do stworzenia hurtowej oferty.

Decyzja UKE o wszczęciu postępowania aukcyjnego wzbudziła nasze zdziwienie, zwłaszcza po niedawno przedstawionym przez Ministerstwo Administracji i Cyfryzacji dokumencie "Efektywne wykorzystanie pasma 800 MHz dla zapewnienia powszechnego szerokopasmowego dostępu do Internetu w Polsce", w którym resort zarekomendował budowę jednej sieci radiowej RAN wykorzystującej pasmo 30 MHz FDD z agregacją kanałów 15MHz+15MHz — a zatem model jednej sieci operatorów komercyjnych, jako wariant najlepszy technicznie i ekonomicznie. MAiC zalecił także organizację przetargu w miejsce aukcji, co mogło dać podstawę do tezy o relatywnie niedużych nakładach inwestycyjnych na pozyskanie części widma, zwłaszcza patrząc na silnie konkurencyjny rynek telefonii mobilnej. UKE zdecydował się jednak nie czekać na ostateczny, oficjalny głos MAiC, co pokazuje determinację do możliwie szybkiego zagospodarowania pasma LTE. Naszym zdaniem w ramach aukcji operatorzy mogą wydać więcej na częstotliwości niż w przypadku przetargu, zwłaszcza że przerwanie procesu na ponad pół roku pozwoliło poszczególnym graczom na wygenerowanie dodatkowej gotówki.

Pasma oferowane w aukcji

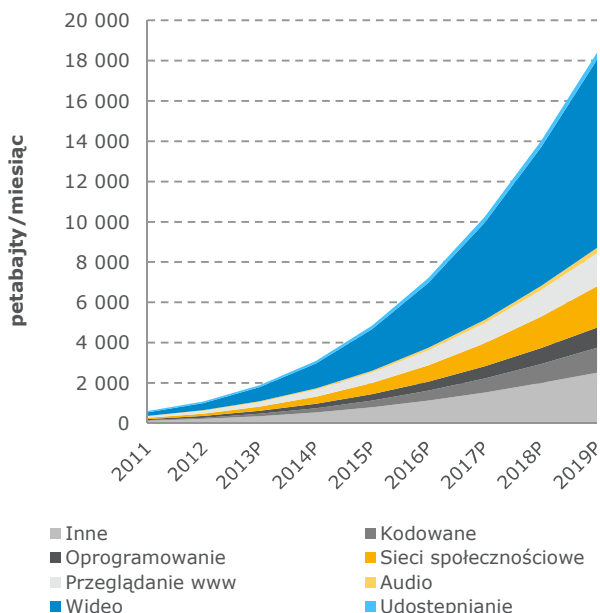


Źródło: Orange Polska

W naszym modelu wyceny zakładamy, że cena jednego pasma będzie oscylować wokół 600 mln PLN. Naszym zdaniem udziałem w aukcje będą zainteresowani wszyscy operatorzy. Jednak P4 ze względu na istotne zadłużenie (na początku roku P4 wyemitował obligacje na 900 mln EUR, a w połowie roku uplasował papiery na kolejne 415 mln EUR celem wypłaty gotówki właścicielom; dług netto/EBITDA'14 szacujemy na 5,5x). Największą determinację w zdobyciu częstotliwości 800 MHz będzie mieć Orange Polska, która (1) zgromadziła najmniej z czterech operatorów częstotliwości z zakresu 900 MHz i 1800 MHz razem, (2) dzierżawi pasmo 1800 MHz od T-Mobile oraz (3) może być zaniepokojona przyznaniem Sferii pozwolenia na użytkowanie jednego pasma z zakresu 800 MHz przez UKE na początku października. Zdobycie jednego bloku przez T-Mobile, czyli trzech bloków 2 x 5 MHz razem byłyby dla Orange Polska i T-Mobile podstawą do budowy pokrycia LTE przez NetWorks! (zakładamy, że powstaną ostatecznie dwie sieci LTE na terenie Polski).

Ponadto sądzimy, że realnym graczem podbijającym cenę w aukcji będzie Emitel, wiodący operator naziemnej infrastruktury radiowo-telewizyjnej w Polsce. Spółka dysponuje bazą kilkuset obiektów nadawczych i telekomunikacyjnych (w tym obiektów o wysokości ponad 300 m), obejmującą zasięgiem kluczowe lokalizacje w Polsce. Naszym zdaniem Emitel będzie ubiegać się o maksymalną liczbę dwóch bloków w aukcji. Jeśli spółce udałoby się zdobyć część pasma 800 MHz mogłaby samodzielnie zbudować sieć i zaoferować ją zainteresowanym operatorom komórkowym, zwłaszcza tym którzy zgodziliby się udostępnić Emitelowi infrastrukturę pasywną. Zwracamy jednak uwagę, że detaliczni operatorzy uzyskają prawdopodobnie wyższą stopę zwrotu z zainwestowanych środków na częstotliwości LTE, gdyż Emitel będzie czerpać korzyści ze sprzedaży hurtowej. Z drugiej strony, pasmo to dobro skończone, przy dynamicznie rosnącym użytku popyt na ewentualne usługi Emitela będzie i tak wysoki.

Ruch internetowy w latach 2011-2019P



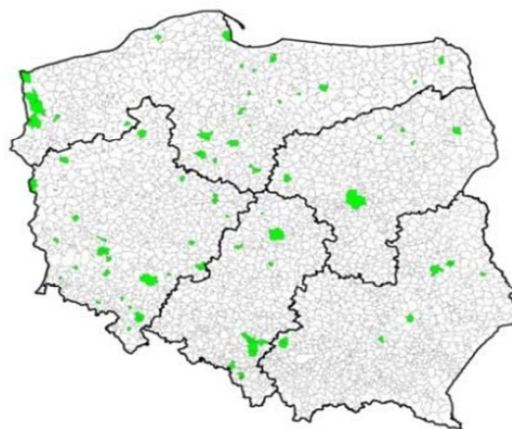
Źródło: Ericsson

Po uwzględnieniu licencji 3G, wydatku na częstotliwości 2 600 MHz CAPEX i wydatków na pokrycie Polski zasięgiem LTE, CAPEX projektu szacujemy na 1,45 mld PLN w 2015 r. i 0,15 mln PLN w roku następnym.

CAPEX na FTTH

Sądzimy, że Orange Polska będzie zainteresowane wykorzystanie szansy od regulatora i zmonetyzuje dostęp do 3,9 mln PLN gospodarstw domowych. Według statystyk UKE na terenie występuje 24% populacji kraju oraz ok. 3,0 mln abonentów usług szerokopasmowych (37% całego rynku). Zakładając, że Orange Polska będzie chciało zaoferować usługi połowie z nich, CAPEX na inwestycje w FTTH szacujemy na 1,1 mld PLN. Na konferencji po wynikach za 3Q'14, Zarząd zapowiedział, że inwestycje będą realizowane w spokojnym tempie. Stąd zakładamy, że Orange Polska przeznaczy w 2015 r. na inwestycje 270 mln PLN. Założenia odnośnie projektu Zarząd poda prawdopodobnie podczas publikacji wyników za 4Q'14. Naszych estymacji dot. nie uwzględniamy w naszym modelu wyceny. Jednak podkreślamy, że dodatkowy CAPEX na FTTH będzie mieć wpływ na decyzję o poziomie dywidendy.

Gminy na rynku 5.

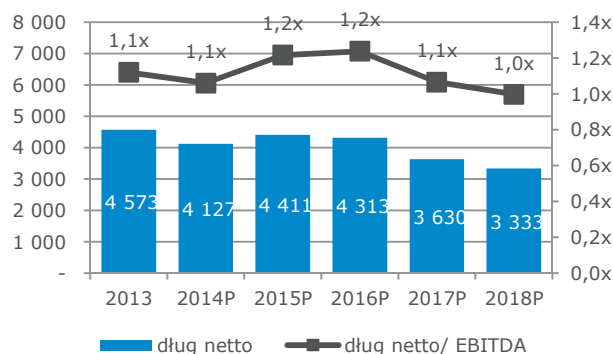


Źródło: Orange Polska

Dywidenda

Przypominamy powody obniżenia poziomu dywidendy do 0,50 PLN w lutym zeszłego roku – znacząca i rosnąca zmienność rynku i niepewne, istotne wpływy pieniężne, w tym inwestycje w częstotliwości 4G oraz dążenie do zachowania bilansu Grupa obniżyła dywidendy ogłosiła na koniec 2012 r. kiedy posiadała wskaźnik długu netto/EBITDA na poziomie 1,0x. Estymujemy, że Grupa zakończy 2014 z długiem netto na poziomie 1,1x EBITDA. W 2015 r. grupa poniesie CAPEX w wysokości 3,1 mln PLN (3,4 mln PLN włączając wpływ inwestycji w infrastrukturę światłowodową), co przy dywidendzie na akcje 0,50 PLN przełoży się na odpływ gotówki w wysokości 0,6 mld PLN (0,9 mld PLN biorąc pod uwagę wydatki na FTTH/FTTB) i wzrost zadłużenia netto/EBITDA do poziomu 1,3x (odpowiednio 1,4x). Orange Polska deklarowała chęć utrzymywania zadłużenie na poziomie poniżej 1,5x, jednak (1) chęć redukcji zadłużenia spółki matki, (2) presja konkurencyjna zwłaszcza w rejonie mobile B2B, (3) wzrost kosztów interkonektu (4) oraz niepewność odnośnie nakładów w aukcji LTE przełożą się na decyzję o czasowym obniżeniu poziomu dywidendy. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy 0,25 PLN/akcję, co pozwoli Spółce na niezaciąganie dodatkowego długu w 2015 r. Bezpośrednim powodem spadku dywidendy będą nakłady inwestycyjne, co naszym zdaniem może nieco zmitigować niezadowolone inwestorów. W kolejnych latach, pomimo spadku wyniku EBITDA widzimy potencjał do podwyższenia dywidendy. W naszym modelu przyjmujemy wypłatę 0,50 PLN z zysku za 2015 r. i kolejną podwyżkę dywidendy po obniżeniu się poziomu długu netto poniżej 1,0x EBITDA (tj. z zysku za 2017 r.)

Dług netto w latach 2013-2018P (mln PLN)



Źródło: założenia Domu Maklerskiego mBanku

Nasza prognoza dywidendy jest istotnie niższa od konsensusu rynkowego.

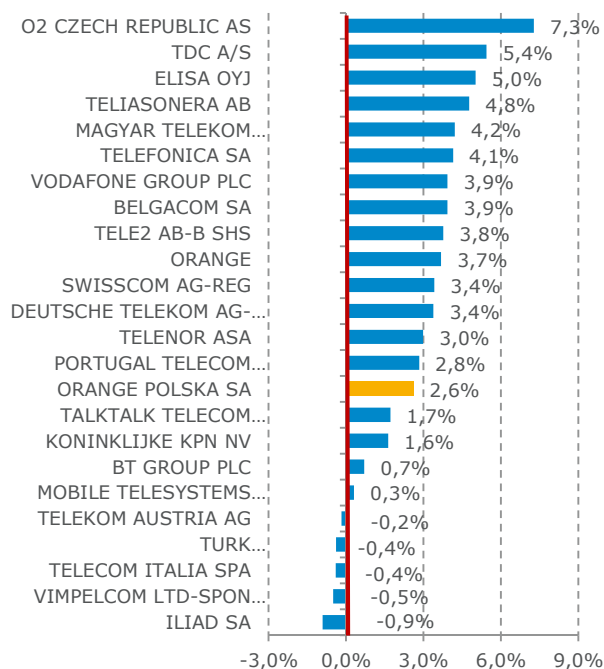
Założenia dywidendy vs. konsensus

(PLN)	2014	2015	2016	2017
konsensus	0,52	0,65	0,76	0,77
mDM	0,25	0,50	0,50	0,75

Źródło: założenia Domu Maklerskiego mBanku

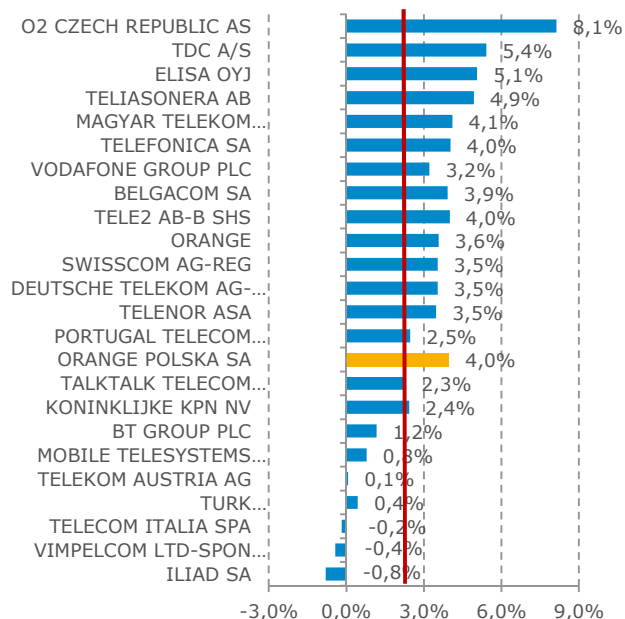
Ponadto zwracamy uwagę na pozycję Orange Polska w zakresie wypłacanej dywidendy vs. inni operatorzy europejscy. Dla wybranych spółek obliczyliśmy wysokość spreadu pomiędzy oferowanym dividend yield (DYield) a stopą wolną od ryzyka (RFR) dla danej spółki. Różnica ta dla Orange Polska jest na poziomie 2,6% i 4,0% odpowiednio z zysku za rok 2014 i 2015 według konsensusu rynkowego. Naszym zdaniem różnica ta powinna wynosić odpowiednio 0,0% i 2,5%.

Spread między DYield'14 a RFR



Źródło: założenia Domu Maklerskiego mBanku, Bloomberg

Spread między DYield'15 a RFR



Źródło: założenia Domu Maklerskiego mBanku, Bloomberg

Wycena

Wartość spółki Orange Polska szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Orange Polska szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 8,90 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	7,8
Wycena DCF	50%	8,8
	cena wynikowa	8,3
	cena docelowa za 9 m-cy	8,9

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Orange Polska w latach 2014-2023.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 4,25%.
- Wyznaczamy tempo wzrostu FCF po okresie prognozy na poziomie 0,0%.
- W wycenie DCF używamy estymacji długu netto na koniec 2013 r. w wysokości 4,6 mld PLN.
- W okresie rezydualnym zakładamy CAPEX przewyższający poziom amortyzacji, gdyż amortyzacja odnosi się także do nakładów jednorazowych.

Model DCF

(mln PLN)	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2023+
Przychody ze sprzedaży	12 144	11 831	11 666	11 578	11 505	11 452	11 417	11 397	11 389	11 391	
zmiana	-6,0%	-2,6%	-1,4%	-0,8%	-0,6%	-0,5%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	0,0%	
EBIT	952	778	807	858	885	902	909	905	907	921	
marża EBIT	7,8%	6,6%	6,9%	7,4%	7,7%	7,9%	8,0%	7,9%	8,0%	8,1%	
Opodatkowanie EBIT	181	148	153	163	168	171	173	172	172	175	
NOPLAT	771	630	654	695	717	731	736	733	735	746	
Amortyzacja	3 053	2 849	2 678	2 549	2 456	2 394	2 359	2 348	2 343	2 336	
CAPEX	-2 058	-2 988	-1 725	-1 563	-1 553	-1 546	-1 541	-1 539	-1 538	-1 538	
Kapitał obrotowy	-439	-273	-670	-156	-153	-151	-149	-148	-146	-145	
FCF	1 327	218	936	1 526	1 467	1 428	1 405	1 395	1 396	1 402	1 402
WACC	8,2%	8,1%	8,1%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%
współczynnik dyskonta	98,7%	91,3%	84,4%	77,9%	71,9%	66,3%	61,1%	56,3%	51,8%	47,7%	51,8%
PV FCF	1 309	199	790	1 189	1 055	947	859	786	723	669	7 653
WACC	8,2%	8,1%	8,1%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%
Koszt długu	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Stopa wolna od ryzyka	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	24,0%	25,2%	24,8%	21,7%	20,3%	19,0%	17,9%	16,7%	15,5%	14,3%	14,3%
Koszt kapitału własnego	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	0,0%
Wartość rezydualna (TV)	16 050
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	7 653
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	8 526
Wartość firmy (EV)	16 179
Dług netto (koniec 2013)	4 573
Inne aktywa nieoperacyjne	0
Udziałowcy mniejszościowi	2
Wartość firmy	11 604
Liczba akcji (mln)	1 312
Wartość firmy na akcję (PLN)	8,8
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,1%
Cena docelowa	9,5
EV/EBITDA('14) dla ceny docelowej	4,2
P/E('14) dla ceny docelowej	24,7
Udział TV w EV	47%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
WACC +1,0p.p.	7,4	7,9	8,4	9,0	9,8
WACC +0,5p.p.	7,9	8,3	8,9	9,6	10,5
WACC	8,3	8,8	9,5	10,3	11,3
WACC -0,5p.p.	9,0	8,8	10,1	11,0	12,3
WACC -1,0p.p.	9,6	9,3	10,8	11,9	13,4

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy jedynie na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E z wagami odpowiednio 50% i 50%. Następnie przyjęliśmy dyskonto na poziomie 15% ze względu na istotną część wyniku EBITDA generowanego

przez telefonię stacjonarną, co implikuje wyższe ryzyko spółki vs. spółki z większym udziałem telefonii mobilnej. Dla lat 2014, 2015 i 2016 przyjmujemy równe wagi.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Belgacom Sa	7,1	7,3	7,3	16,2	18,2	18,7
Bt Group Plc	6,2	6,0	5,9	13,6	12,7	11,9
Deutsche Telekom Ag-Reg	6,0	5,9	5,8	19,1	18,3	16,4
Elisa Oyj	8,9	8,8	8,8	15,5	15,2	14,9
Iliad Sa	8,9	7,7	6,7	32,7	25,1	19,8
Koninklijke Kpn Nv	8,1	8,5	8,6	41,8	34,7	28,9
Mobile Telesystems Ojsc	3,5	3,4	3,3	6,0	5,9	5,6
Orange	5,3	5,4	5,4	13,9	13,2	12,7
Portugal Telecom Sgps Sa-Reg	0,8	0,7	0,9	10,9	8,3	6,4
Rostelecom	4,4	4,3	4,2	10,8	9,9	9,1
Swisscom Ag-Reg	8,6	8,5	8,4	17,5	17,2	16,9
Talktalk Telecom Group	16,0	11,4	9,3	41,2	21,6	14,9
Tdc A/S	6,1	5,9	6,0	11,2	11,3	11,0
Tele2 Ab-B Shs	8,6	8,3	7,8	20,1	19,5	17,3
Telecom Italia Spa	5,7	5,8	5,8	13,5	12,9	12,7
Telefonica Sa	6,4	6,2	6,1	13,9	13,1	12,8
Telekom Austria Ag	5,1	4,9	4,7	35,7	15,1	12,1
Telenor Asa	7,1	6,9	6,6	17,6	14,8	13,4
Teliasonera Ab	8,3	8,1	8,0	13,0	12,2	12,0
Turk Telekomunikasyon As	5,4	5,2	5,1	10,5	9,6	9,0
Turkcell Iletisim Hizmet As	6,1	5,7	5,3	12,7	11,3	10,7
Vimpelcom Ltd-Spon Adr	4,1	4,3	4,3	12,5	8,9	7,7
Vodafone Group Plc	5,4	5,9	5,7	16,1	32,0	31,0
Magyar Telekom Telecommunica	3,9	3,9	3,9	12,8	14,2	11,3
Maksimum	16,0	11,4	9,3	41,8	34,7	31,0
Minimum	0,8	0,7	0,9	6,0	5,9	5,6
Mediana	6,1	5,9	5,8	13,9	14,2	12,7
Orange Polska	4,4	4,8	5,0	26,0	29,8	28,3
premia / dyskonto	-27,0%	-18,5%	-13,8%	87%	110%	123%

Źródło: Bloomberg, szacunki własne Domu Maklerskiego mBanku

Rachunek wyników

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	14 141	12 923	12 144	11 831	11 666	11 578	11 505
zmiana	-5,2%	-8,6%	-6,0%	-2,6%	-1,4%	-0,8%	-0,6%
Usługi telefonii komórkowej	6 847	6 110	5 717	5 494	5 433	5 428	5 430
Sprzedaż sprzętu do telefonii komórkowej	141	149	409	503	524	543	561
Usługi telefonii stacjonarnej	560	607	476	481	486	490	495
Pozostałe przychody	6 593	6 057	5 527	5 353	5 224	5 117	5 018
EBITDA	4 857	3 904	4 012	3 627	3 485	3 408	3 342
marża	34,3%	30,2%	33,0%	30,7%	29,9%	29,4%	29,0%
skorygowana EBITDA	4 857	4 084	3 894	3 627	3 485	3 408	3 342
marża	34,3%	31,6%	32,1%	30,7%	29,9%	29,4%	29,0%
Amortyzacja	3267	3107	3053	2849	2678	2549	2456
EBIT	1 574	788	952	778	807	858	885
marża	11,1%	6,1%	7,8%	6,6%	6,9%	7,4%	7,7%
Dział. Finansowa	-556	-476	-407	-237	-237	-237	-237
Zysk brutto	1 018	312	545	542	570	622	649
marża	7,2%	2,4%	4,5%	4,6%	4,9%	5,4%	5,6%
Podatek	-163	-16	-41	-103	-108	-118	-123
Zysk netto	855	296	504	439	462	504	526
marża	6,0%	2,3%	4,1%	3,7%	4,0%	4,3%	4,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1316	1312	1312	1312	1312	1312	1312
EPS	0,65	0,23	0,38	0,33	0,35	0,38	0,40
CEPS	3,13	2,59	2,71	2,51	2,39	2,33	2,27
ROAE	3,3%	1,3%	2,3%	2,0%	2,1%	2,4%	2,6%
ROAA	6,6%	2,3%	4,0%	3,5%	3,7%	4,1%	4,4%

Bilans

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
AKTYWA	24 163	22 802	22 023	21 941	21 098	20 813	20 225
Majątek trwały	21 953	20 725	19 479	19 621	18 657	17 665	16 756
Wartość firmy	4 016	3 940	3 940	3 940	3 940	3 940	3 940
Pozostałe wartości niematerialne	2 967	3 081	3 185	3 206	3 063	2 915	2 779
Środki trwałe	13 951	12 768	11 526	11 645	10 835	9 997	9 229
Instrumenty pochodne	127	4	7	7	7	7	7
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	878	923	810	813	801	795	790
Inne	14	9	11	11	11	11	11
Majątek obrotowy	2 210,0	1 852,0	2 544,4	2 320,4	2 441,1	3 148,3	3 468,3
Zapasy	194,0	200,0	187,9	184,2	183,7	183,5	183,3
Należności handlowe	1 413,0	1 199,0	1 544,7	1 610,9	1 634,0	1 658,1	1 681,9
Czynne rozliczenia międzyokresowe kosztów	67,0	88,0	94,5	92,7	92,4	92,3	92,2
Inne	130,0	167,0	113,0	113,0	113,0	113,0	113,0
Środki pieniężne	406,0	198,0	604,2	319,6	417,9	1101,4	1397,8
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	0,0	225,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PASYWA	24 163	22 802	22 023	21 941	21 098	20 813	20 225
Kapitał własny	12 958	12 631	12 412	12 522	12 329	12 176	11 718
Zobowiązania długoterminowe	4 703,0	2 800,0	4 880,6	4 832,4	4 822,7	4 815,1	4 808,2
Zobowiązania handlowe	751,0	921,0	865,3	848,1	845,9	844,9	844,1
Kredyty i obligacje	2 990,0	1 236,0	3 225,0	3 225,0	3 225,0	3 225,0	3 225,0
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	375,0	296,0	315,2	308,9	308,1	307,7	307,4
Rezerwy	263,0	313,0	299,4	287,6	281,1	275,1	269,4
Inne	324,0	34,0	175,7	162,9	162,6	162,4	162,3
Zobowiązania krótkoterminowe	6502,0	7333,0	4730,7	4586,3	3946,8	3821,7	3698,6
Zobowiązania handlowe	2228,0	1921,0	1654,6	1521,7	1417,5	1315,5	1214,1
Kredyty i obligacje	2195,0	3343,0	1370,0	1370,0	1370,0	1370,0	1370,0
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	213,0	187,0	146,3	172,2	171,8	171,5	171,4
Rezerwy	953,0	899,0	1008,5	968,7	438,9	418,8	399,4
Przychody przyszłych okresów	516,0	427,0	364,3	366,7	361,7	358,9	356,6
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	123,0	95,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	274,0	461,0	187,0	187,0	187,0	187,0	187,0
Dług	5 453,0	4 771,0	4 731,0	4 731,0	4 731,0	4 731,0	4 731,0
Dług netto	5 047,0	4 573,0	4 126,8	4 411,4	4 313,1	3 629,6	3 333,2
(Dług netto / Kapitał własny)	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
(Dług netto / EBITDA)	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,1	1,0
BVPS	9,8	9,6	9,5	9,5	9,4	9,3	8,9

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przepływy operacyjne	1 879	3 292	2 905	3 031	2 479	2 903	2 834
Zysk netto	855	296	504	439	462	504	526
Amortyzacja	3 267	3 107	3 053	2 849	2 678	2 549	2 456
Dział. finansowa	489	376	-48	0	0	0	0
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	-885	-68	-378	-221	-134	-130	-128
Pozostałe	-1 847	-419	-226	-35	-526	-21	-20
Przepływy inwestycyjne	-2 742	-2 166	-1 781	-2 988	-1 725	-1 563	-1 553
CAPEX	-2 334	-2 180	-2 183	-2 988	-1 725	-1 563	-1 553
Pozostałe	-408	14	402	0	0	0	0
Przepływy finansowe	-1 620	-1 324	-717	-328	-656	-656	-984
Dług	248	-606	-68	0	0	0	0
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-2 204	-258	-656	-328	-656	-656	-984
Pozostałe	336	-460	7	0	0	0	0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-2 483	-198	406	-285	98	684	296
Środki pieniężne na koniec okresu	406	198	604	320	nied1 101	1 101	1 398
DPS (PLN)	1,50	0,50	0,25	0,50	0,50	0,75	0,75
FCF	-863	1 126	1 123	43	754	1 340	1 280
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	16,5%	16,9%	18,0%	25,3%	14,8%	13,5%	13,5%

Wskaźniki rynkowe

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
P/E	15,4	44,2	26,0	29,8	28,3	26,0	24,9
P/CE	1,0	1,0	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1
P/BV	1,0	1,0	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1
P/S	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
FCF/EV	-4,7%	6,4%	6,5%	0,2%	4,3%	8,0%	7,8%
EV/EBITDA	3,7	4,3	4,4	4,8	5,0	4,9	4,9
EV/EBIT	11,6	22,4	18,1	22,5	21,6	19,5	18,6
EV/S	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,4	1,4
DYield	15,0%	5,0%	5,0%	2,5%	5,0%	5,0%	7,5%
Cena (PLN)	9,98	9,98	9,98	9,98	9,98	9,98	9,98
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1316,0	1312,0	1312,0	1312,0	1312,0	1312,0	1312,0
MC (mln PLN)	13 134	13 094	13 094	13 094	13 094	13 094	13 094
EV (mln PLN)	18 181	17 667	17 221	17 505	17 407	16 723	16 427

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę abonentową z Orange Polska S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF - uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa - opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Orange Polska

rekomendacja	Sprzedaj
data wydania	2014-04-22
kurs z dnia rekomendacji	10,32
WIG w dniu rekomendacji	51510,98

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

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

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

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT

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

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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

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

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

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

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

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

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

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

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl