

wtorek, 12 grudnia 2017 | aktualizacja raportu

## Orange Polska: kupuj (podtrzymana)

OPL.PW; OPL.WA | Telekomunikacja, Polska

### Konsensus zbyt pesymistyczny, dyskonto nieuzasadnione

Notowania Orange Polska w ciągu ostatnich 9 miesięcy wzmocniły się o 16,2% i były lepsze od szerokiego rynku o 9,4% i od notowań Cyfrowego Polsatu o 11,3%. Wbrew konsensusowi rynkowemu, podtrzymujemy nasze pozytywne zalecenie inwestycyjne. Zarząd zapowiedział cięcie kosztów we wrześniu'17 i szybko potwierdził wiarygodność planów: w wynikach 3Q'17 widzimy znaczny spadek kosztów sprzedaży (o 13% R/R), Spółce udało się wynegocjować redukcję etatów aż o 2 700 osób w latach 2018-19. Aktualizujemy nasze prognozy finansowe po ogłoszeniu nowej strategii: prognozę dla linii EBITDA'18/19/20 podnosimy do poziomu 3069/3217/3390 mln PLN, wyżej o 4,7%/8,3%/8,9% od konsensusu rynkowego. Obecnie Orange Polska jest notowane na EV/EBITDA'17 = 4,6x, z blisko 26%-owym dyskontem do telekomów CEE i 34%-owym vs. Cyfrowy Polsat. Spółka jest w fazie capexowej za co należy jej się dyskonto (nasz target implikuje 12% dyskonta vs. telekom CEE), z drugiej strony wzrost EBITDA w okresie 2017-20 rządu 12,8% jest wyższy niż średnia dla telekomów CEE, tj. +5,8% i +2,9% w Cyfrowym Polsacie. Transakcja zakupu Netii uwiarygodniła strategię konwergentną Orange, a cena za Netię (EV = 2,5 mld PLN) stanowi punkt odniesienia dla stacjonarnej nogi Orange Polska. Naszym zdaniem część mobilną Spółki można porównać do Play (EV = 15,6 mld PLN), z kolei Netia przypomina stacjonarną część Orange, z tym że jej skala jest 3 razy mniejsza i nie czerpie korzyści z hurtowego wynajmu sieci. Stąd obecne EV Orange Polska rządu 13,8 mld PLN wydaje się dość niskie. Obecny negatywny sentyment do spółki jest naszym zdaniem przesadzony.

### Dobre wyniki za 3Q'17, stabilizacji EBITDA

W 3Q'17 Orange Polska wygenerowała wynik EBITDA 6,6% niższy R/R. Na wyniki negatywny wpływ miała regulacja RLAH. Przy jej pominięciu wynik EBITDA byłby wyższy 2% R/R, co oznacza że poprawa dynamiki R/R z 2Q'17 (-0,5% vs. -13,8% w 1Q'17) nie jest przypadkowa. Korzystnie wpływa zwłaszcza redukcja kosztów sprzedaży PLN, pomimo że udało się znacznie zwiększyć ilość klientów konwergentnych (o 111 tys., tj. o 10% Q/Q do 1,20 mln). Telekom zaczął przyciągać pakietem usług fixed + mobile zamiast sprzątnąć. Sądymy, że Spółce udało się ustabilizować linię EBITDA w długiej perspektywie. Odzwierciedla to podniesienie celu na skorygowaną EBITDA do „ok. 3 mld PLN” (z 2,8-3,0 mld PLN). Zmiana jest niewielka, jednak to pierwsze oficjalne podniesienie oczekiwań od bardzo długiego czasu.

### Wpływ połączenia Netii i Cyfrowego Polsatu

Inwestorzy mogą obawiać się presji cenowej ze strony nowego gracza konwergentnego. Naszym zdaniem na konsolidującym się rynku „nowy Cyfrowy” nie musi koniecznie konkurować ceną i w pierwszej kolejności będzie uderzać w graczy tyko mobilnych lub tylko stacjonarnych. Usługa konwergentna będzie się też popularyzować. Podkreślamy także, że Cyfrowy nie jest znany z agresywnego pricingu, za to z nastawienia na wysokość generowanych wyników. Wskazujemy też, że przygotowanie wspólnej oferty Netii i Cyfrowego Pierwsze zajmie kilka miesięcy, co daje Orange czas na związanie ofertą konwergentną dużej ilości klientów.

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	11 840,0	11 538,0	11 366,2	11 296,7	11 359,3
EBITDA	3 431,0	3 163,0	2 876,7	3 069,4	3 217,4
marża EBITDA	29,0%	27,4%	25,3%	27,2%	28,3%
EBIT	572,0	-1 354,0	304,6	647,0	921,4
Zysk netto	254,0	-1 746,0	-7,1	299,5	544,6
P/E	27,8	-	-	23,6	13,0
P/CE	2,3	7,2	2,8	2,6	2,5
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	3,2	4,4	4,8	4,5	4,1
DPS	0,50	0,25	0,00	0,00	0,00
DYield	9,3%	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	5,39 PLN
Cena docelowa	7,30 PLN
Kapitalizacja	7 072 mln PLN
Free float	3 488 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	28,33 mln PLN

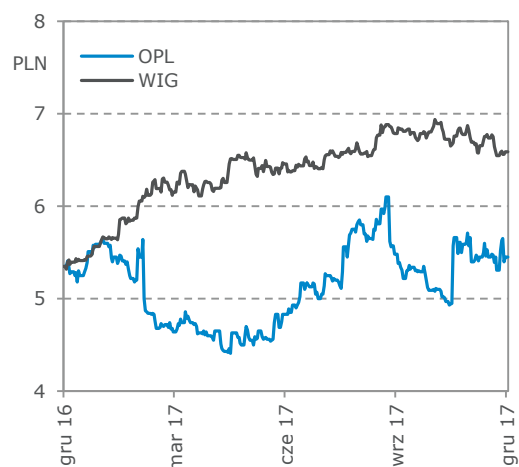
### Struktura akcjonariatu

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

### Profil spółki

Orange Polska jest wiodącym dostawcą usług telekomunikacyjnych w Polsce. Na koniec roku 2016 z usług Orange Polska korzystało ponad 23 mln klientów. Udziały w rynku telefonii komórkowej i stacjonarnej wyniosły w 2016 r. odpowiednio 29% i 51% (pod względem liczby klientów). Orange Polska kontroluje też 35% rynku szerokopasmowego dostępu do Internetu. Spółka posiada największą w Polsce infrastrukturę techniczną i jest trakcie budowy nowoczesnej sieci FTTx.

### Kurs akcji OPL na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Orange Polska	7,30	7,10	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Orange Polska	5,39	7,30	+35,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2017P	2018P	2019P
	Przychody	+0,0%	+1,1%
EBITDA	-2,7%	+4,4%	+6,7%
Zysk netto	-	+78,6%	+66,1%

### Analitik:

Paweł Szpigel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**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  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
 Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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

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

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

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.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku.

mBank S.A. posiada umowę abonentową z Orange Polska S.A.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 12 grudnia 2017 o godzinie 8:44. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 12 grudnia 2017 o godzinie 8:44.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

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

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

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki Orange Polska wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-06-30	2017-03-09	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	5,15	4,67	5,46
WIG w dniu rekomendacji	61 475,96	58 559,14	55 560,23

**Dom Maklerski mBanku**

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

**Departament Analiz**

**Kamil Kliszc**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliscz@mbank.pl](mailto:kamil.kliscz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Zybala**  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

**Biuro Aktywnej Sprzedaży**

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)