

piątek, 29 listopada 2019 | aktualizacja raportu

## Orange Polska: akumuluj (obniżona)

OPL.PW; OPL.WA | Telekomunikacja, Polska

### Poprawa sytuacji kredytowej, dalsza redukcja kosztów

Notowania Orange Polska wzrosły o 30,8% od początku roku (+36,6 p.p. vs. WIG20). Rynek uwierzył w nasze niekonsensusowe podejście do Spółki, jednak pomimo tego, dalej wierzymy w jej wzrostowy potencjał. Głównym argumentem jest (1) poprawa sytuacji kredytowej grupy. Zadłużenie netto (ex. MSSF16)/EBITDAaL na koniec 3Q'19 wyniosło 2,2x. Orange ma wciąż >1 mld PLN w nieruchomościach do sprzedaży i korzysta z dobrej koniunktury by monetizować swoją bazę aktywów. W tym kontekście ryzyko aukcji 5G w 2020 r. nie powinno być przesadnie dyskutowane. Dodatkowo zwracamy uwagę na (2) konsekwentne cięcia kosztów w grupie. Orange ogłosiło ostatnio rozpoczęcie rozmów ze związkami w sprawie kolejnej redukcji etatów, co pozwoli na wzrost wyników w 2020 r. pomimo inflacji kosztów płac i energii. Stąd, szacujemy wzrost EBITDAaL na 4,1% R/R i liczymy na ogłoszenie dalszych inicjatyw oszczędnościowych w grupie na początku 2020 r. Dodatkowo, (3) spółka na konferencji po 3Q'19 potwierdziła plan zmniejszenia nakładów na FTTx, de facto samowolnie odniosła się do kwestii dywidendy, co powinno pobudzić sentyment inwestorów. Aktualizujemy nasze prognozy finansowe i nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 7,40 PLN, co implikuje 14,6% potencjał wzrostu. Tym samym obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj. Orange Polska jest obecnie notowane na EV/EBITDA'19 = 5,1x, z wyraźnym dyskontem do telekomów z regionu CEE, jak i zachodnich peersów.

### Redukcja etatów

Orange Polska rozpoczął rozmowy ze związkami zawodowymi o skali redukcji zatrudnienia w latach 2020–2021. Ostatnie porozumienie z końca 2017 r. zakładało cięcie do 2680 etatów. Tym razem zakładamy odejście do 1700 pracowników, na co spółka przeznaczyć powinna ok. 135 mln PLN. Taka skala odejść, nawet przy jednoczesnej inflacji płac, powinna zmitigować częściowo inflację kosztów (w tym zwłaszcza kosztów energii) oraz negatywny wpływ cięcia stawek FTR (zakładamy od połowy 2020 r.).

### Spekulacje o separacji wież w spółce matce Orange

Francuska grupa Orange wg spekulacji prasowych przygotowuje się do wyseparowania swoich wież mobilnych. Sprzedaż infrastruktury Orange Polska pozytywnie wpłynęłaby na notowania telekomu. Spółka mogłaby wykorzystać środki ze sprzedaży na inwestycję w FTTx, a niższy dług netto wpłynąłby też na wskaźniki wyceny. Na chwilę obecną jesteśmy jeszcze przed decyzją francuskiej matki Orange, jednak sądzimy, że same spekulacje pozytywnie wpłyną na tzw. sentyment do Spółki.

### Aukcja 5G – nie będzie drogo?

UKE zaprezentowało projekt podziału dostępnego pasma C (3,4–3,8 GHz) na cztery bloki po 80 MHz, które przypadną uczestnikom postępowania. Dwa z nich – bloki C i D – będą ograniczone przez aktualne użycie pasma. Oceniamy, że ograniczenia nie są na tyle istotne by spowodować wysokie ceny w aukcji. UKE przewiduje minimalne wpływy z aukcji na 1 mld PLN. My konserwatywnie zakładamy 844 mln PLN/operator (łącznie 3,4 mld PLN).

| (mln PLN)    | 2017*    | 2018*    | 2019P    | 2020P     | 2021P    |
|--------------|----------|----------|----------|-----------|----------|
| Przychody    | 11 381,0 | 11 087,0 | 11 381,3 | 11 552,2  | 11 689,9 |
| EBITDA       | 2 807,0  | 2 886,0  | 3 292,5  | 3 225,2** | 3 418,0  |
| marża EBITDA | 24,7%    | 26,0%    | 28,9%    | 27,9%     | 29,2%    |
| EBIT         | 229,0    | 345,0    | 660,5    | 640,0     | 878,8    |
| Zysk netto   | -60,0    | 10,0     | 278,7    | 254,2     | 462,7    |
| P/E          | -        | -        | 30,4     | 33,3      | 18,3     |
| P/CE         | 3,4      | 3,3      | 2,9      | 3,0       | 2,8      |
| P/BV         | 0,8      | 0,8      | 0,8      | 0,8       | 0,8      |
| EV/EBITDA    | 5,3      | 5,3      | 5,1      | 5,2       | 4,8      |
| DPS          | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00      | 0,25     |
| DYield       | 0,0%     | 0,0%     | 0,0%     | 0,0%      | 3,9%     |

\* dane finansowe za lata 2017–18 w MSR17, od 2019 w MSSF 16

\*\* 3360,2 mln PLN po oczyszczeniu o 135 mln PLN kosztów odpraw dla pracowników

|                               |               |
|-------------------------------|---------------|
| Cena bieżąca                  | 6,46 PLN      |
| Cena docelowa                 | 7,40 PLN      |
| Kapitalizacja                 | 8 476 mln PLN |
| Free float                    | 4 181 mln PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 15,3 mln PLN  |

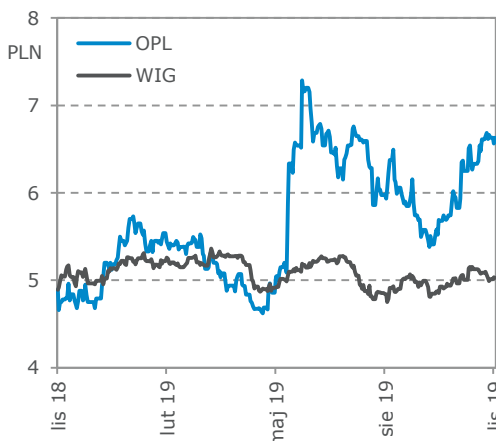
### Struktura akcjonariatu

|                                                 |        |
|-------------------------------------------------|--------|
| Orange S.A.<br>(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 2018 z usług mobilnych Orange Polska korzystało 14,8 mln klientów, z usług stacjonarnego Internetu 2,6 mln klientów, a ze stacjonarnych głosowych blisko 3,4 mln klientów. Udziały w rynku telefonii komórkowej i stacjonarnej wyniosły w 2018 r. odpowiednio 28% i 49% (pod względem liczby klientów). Orange Polska kontroluje też 28% rynku szerokopasmowego dostępu do Internetu. Spółka posiada najszerszą w Polsce infrastrukturę techniczną i jest trakcie budowy sieci FTTx.

### Kurs akcji OPL na tle WIG



| Spółka        | Cena docelowa |       | Rekomendacja |       |
|---------------|---------------|-------|--------------|-------|
|               | nowa          | stara | nowa         | stara |
| Orange Polska | 7,40          | 7,50  | akumuluj     | kupuj |

| Spółka        | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|---------------|--------------|---------------|------------------|
| Orange Polska | 6,46         | 7,40          | +14,6%           |

| Zmiana prognoz od ostatniego raportu | 2019P | 2020P  | 2021P |
|--------------------------------------|-------|--------|-------|
| Przychody                            | +1,1% | +1,1%  | +0,6% |
| EBITDAaL                             | +3,2% | +1,5%* | +0,3% |

\* bez kosztów odpraw dla pracowników

### 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

**PRZEWAGAŻENIE (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 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 posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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 rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 29 listopada 2019 o godzinie 08:38.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 29 listopada 2019 o godzinie 08:38.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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

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

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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

[http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**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      | akumuluj   | trzymaj    | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2019-09-05 | 2019-08-02 | 2019-06-19 | 2018-11-26 |
| cena docelowa (PLN)      | 7,50       | 7,50       | 7,50       | 6,40       |
| kurs z dnia rekomendacji | 6,12       | 6,70       | 7,29       | 4,91       |

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

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniakowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniakowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

### 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)

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

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

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

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Jędrzej Łukowski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukowski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukowski@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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)