

piątek, 27 marca 2020 | aktualizacja raportu

Orange Polska: kupuj (podwyższona)

OPL PW; OPL.WA | Telekomunikacja, Polska

Defensywny charakter spółki, możliwy wzrost popytu na FTTH

Ze względu na negatywny wpływ koronawirusa na działalność telekomów, w niniejszym raporcie przedstawiamy zrewidowane prognozy wyników finansowych dla Orange Polska, przy czym zaznaczamy że sytuacja jest dynamiczna (dużo zależy od czasu trwania epidemii), stąd prognozy mogą być obciążone dużym błędem. W raporcie odnosimy się do głównych ryzyk, tj. do możliwego przeciążenia sieci, spadku liczby klientów, załamania się obrotów sprzętem spotęgowanym przez zamknięcie punktów sprzedaży, spadku popytu na roaming międzynarodowy oraz, co ważne w przypadku Orange Polska, pogorszenia się perspektyw na sprzedaż posiadanych przez spółkę aktywów nieruchomościowych. W scenariuszu bazowym zakładamy, że wpływ powyższych czynników będzie skutkowało spadkiem wyniku eEBITDAaL (bez nieruchomości) o 3,3%, a spółka wygeneruje FCFE rzędu 391 mln PLN w 2020 r. Stabilizacja sytuacji w 2H'20 oraz postępujące oszczędności kosztowe powinny wpłynąć na wzrost wyniku w 2021 roku o 5,1% i FCFE rzędu 800 mln PLN (10,4% Yield). Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 6,90 PLN i przy obecnym kursie podnosimy naszą rekomendację do kupuj. Jednocześnie przedstawiamy dwa alternatywne scenariusze: (1) w pozytywnym zwracamy uwagę na możliwe wzrosty prycingu ze względu na lawinowy wzrost popytu na transfer danych (+ 30-40%), (2) w negatywnym zwracamy uwagę na ryzyko dalszego wstrzymania się od powrotu do dywidendy.

Większe zainteresowanie FTTH i możliwy wzrost cen na rynku mobilnym

Akcja #zostanwdomu oraz szeroka kwarantanna spowodowała istotny wzrost popytu na transfer danych. Problem jest na tyle poważny, że na apel Komisji Europejskiej, główne serwisy streamingowe jak Netflix ograniczają jakość treści. UPC Polska podało, że ruch w jego infrastrukturze sieciowej w Polsce wzrósł o 40% w stosunku do tygodni poprzedzających zagrożenie. Sądymy że niezawodność kabla i brak ograniczeń co do ilości transferów spowoduje wzrost zainteresowania kablem światłowodowym. Orange może odczuć wzmożony popyt na swoje usługi, co uwiarygodni model biznesowy spółki i inwestycje czynione w sieć stacjonarną. Popyt na dane powinien też sukcesywnie poprawiać poziom cen na rynku telefonii mobilnej.

Potencjalne zagrożenia

Jeśli ryzyko COVID-19 przeciągnie się w czasie (ponad maj'20) Orange odczuje większe tąpnięcie na wynikach finansowych. W dodatku słabość rynku nieruchomości przełoży się na niższe zyski ze sprzedaży nieoperacyjnych aktywów, kluczowy budulec FCFE w 2019 r. W naszym negatywnym scenariuszu (tj. zysk eEBITDAaL rzędu 2519 mln PLN, tj. -8% R/R, dług netto/eEBITDAaL wynosi 2,52x na koniec 2020 r. (zakładamy CAPEX na pasmo 3,6 GHz rzędu 550 mln PLN). W takim otoczeniu nawet jeśli spółka będzie w 2021 r. widzieć poprawę trendów biznesowych, naszym zdaniem nie zdecyduje się na powrót do wypłaty dywidendy w 2021 r. To ryzyko czyni Orange Polska mniej atrakcyjną spółką na tle Play.

(mln PLN)	2018*	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	11 087,0	11 405,6	11 150,7	11 322,7	11 523,9
eEBITDAaL **	-	2 735,0	2 644,6	2 780,2	2 912,9
marża eEBITDAaL	-	24,0%	23,7%	24,6%	25,3%
EBIT	345,0	416,8	378,4	612,9	823,8
Zysk netto	10,0	91,3	62,7	263,3	422,4
P/E	-	84,5	123,1	29,3	18,3
P/CE	3,0	2,7	2,8	2,6	2,5
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	5,1	5,0	5,2	4,7	4,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	4,3%

* 2018 bez wpływu MSSF16; ** EBITDA po kosztach leasingu, bez wpływu nieruchomości

Cena bieżąca	5,88 PLN
Cena docelowa	6,90 PLN
Kapitalizacja	7,7 mld PLN
Free float	3,8 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	31,3 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Orange S.A.	50,67%
Pozostali akcjonariusze	49,33%

Profil spółki

Orange Polska jest wiodącym dostawcą usług telekomunikacyjnych w Polsce. Na koniec 2018 z usług mobilnych spółki 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 jest w trakcie budowy sieci FTTH.

Kurs akcji OPL na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Orange Polska	6,90	7,40	kupuj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Orange Polska	5,88	6,90

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
	Przychody	-3,5%	-3,1%
EBITDA MSSF16	-3,5%	-3,3%	+0,5%
Zysk netto	-75,4%	-43,1%	-16,0%

Analitik:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@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 Biura 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 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”), które 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

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 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. 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 27 marca 2020 o godzinie 08:27.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 marca 2020 o godzinie 08:27.

Niniejsze opracowanie zawiera wyjątek z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie 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 Biura 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

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 Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnienia 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 Biura maklerskiego mBanku. Niemiernie jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branżowych 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**Orange Polska**

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2019-11-29	2019-09-05	2019-08-02	2019-06-19
cena docelowa (PLN)	7,40	7,50	7,50	7,50
kurs z dnia rekomendacji	6,46	6,12	6,70	7,29

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl