

środa, 19 czerwca 2019 | aktualizacja raportu

Orange Polska: trzymaj (obniżona)

OPL PW; OPL.WA | Telekomunikacja, Polska

Katalizatory wzrostu wreszcie dostrzeżone przez rynek

Wbrew konsensusowi rynkowemu, kurs Orange Polska wzrósł od wydania naszej listopadowej rekomendacji o 48,5%, wyprzedzając szeroki indeks o >43 p.p. Spółka realizuje plan transformacji biznesu ogłoszony we wrześniu¹⁷: spadają koszty pośrednie (w tym etaty zostały zredukowane do 13,4 tys., tj. o >15% w ciągu dwóch lat), rośnie baza klientów konwergentnych B2C (1 276 tys. na koniec 1Q'19), spadają wskaźniki churn. Dodatkowo, jak wskazywaliśmy w naszej rekomendacji, Spółka wróciła po długiej przerwie, do generacji FCFE (na 2019 r. zakładamy 450 mln PLN). W ostatnim czasie Orange podniosła też ceny usług, co wywołało euforię inwestorów. Niemniej jednak sądzimy, że przy obecnym poziomie wyceny giełdowej, potencjał do dalszego umacniania się notowań wyczerpał się. Po aktualizacji prognoz (także o efekty pierwszych podwyżek cen) oraz wskaźników dla spółek porównywalnych (wzrost mediany EV/EBITDA'19 do 5,6x), nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 7,50 PLN, co implikuje 2,9% potencjał wzrostowy. Stąd, obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne z kupuj do trzymaj. Dodatkowo zwracamy uwagę na słabe wyniki za 2Q'19, których się spodziewamy. Estymujemy poziom EBITDaL na 693 mln PLN. Wynik jest płaski R/R, jednak po eliminacji zysków ze sprzedaży nieruchomości spada o blisko 6%. Spółce trudno jest zatrzymać spadki wysokomarżowych obrotów na tzw. „legacy business”, a wprowadzone wzrosty cenników B2C będą widoczne w wynikach z opóźnieniem. Publikacja słabych odczytów spowoduje naszym zdaniem ochłodzenie sentymentu. Stąd zalecamy wykorzystanie obecnego momentu do realizacji zysków.

Relatywnie słabe wyniki za 2Q'19

Przychody ze sprzedaży w 2Q'19 estymujemy na poziomie 2 757 mln PLN, tj. + 2,0% R/R. Obroty z usług mobilnych powinny wynieść 638 mln PLN (-6,2% R/R). Obroty z usług konwergentnych szacujemy na 382 mln PLN, a tylko stacjonarnych 555 mln PLN. Orange w trakcie podnoszenia cen kładło nacisk na atrakcyjną ofertę sprzętu (zakładamy wysokie obroty sprzętem, tj. na poziomie 367 mln PLN, tj. + 60 mln PLN R/R). Jednak wysokie obroty sprzętem pociągną za sobą wzrosty kosztów sprzedaży do 587 mln PLN (+6,6% R/R). Spadki kosztów świadczeń pracowniczych będą zbyt małe by zniwelować ten efekt. Zakładamy 45 mln PLN zysku ze sprzedaży aktywów. Ostatecznie, EBITDaL wyniesie 693 mln PLN (+0,3% R/R). Po eliminacji zysków z nieruchomości, EBITDaL byłby niższy R/R aż o 5,8%. Dodatkowo, spodziewamy się, że przyrost abonentów FTTx będzie niższy R/R kolejny kwartał z rzędu.

Wpływ wzrostu cen na wyniki z opóźnieniem

Jak zakładaliśmy, Play odpowiedział wzrostem cen, na wyższy cennik Orange. Jednak to pozytywne zdarzenie widoczne w wynikach z pewnym opóźnieniem ze względu na średni 2-letni okres trwania umowy. Wpływ wyższych cenników na linię EBITDA polskich MVNO będzie w 2019 r. ograniczony, a Polska pozostaje rynkiem 4 operatorów. Stąd, pomimo że można spodziewać się wprowadzenia wyższych cenników także w sieci Plus i T-Mobile, przestrzegamy przed nadmiernym optymizmem.

(mln PLN)	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P
Przychody	11 381,0	11 087,0	11 259,6	11 428,4	11 625,3
EBITDA	2 807,0	2 886,0	3 210,7	3 309,7	3 402,8
marża EBITDA	24,7%	26,0%	28,5%	29,0%	29,3%
EBIT	229,0	345,0	597,7	743,3	882,2
Zysk netto	-60,0	10,0	202,8	323,2	452,9
P/E	-	-	47,2	29,6	21,1
P/CE	3,8	3,7	3,4	3,3	3,2
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,7	5,7	5,3	5,1	4,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,4%

* Dane finansowe za lata 2017-18 w MSR17, od 2019 w MSSF 16

Cena bieżąca	7,29 PLN
Cena docelowa	7,50 PLN
Kapitalizacja	9 564 mln PLN
Free float	4 846 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	23,8 mln PLN

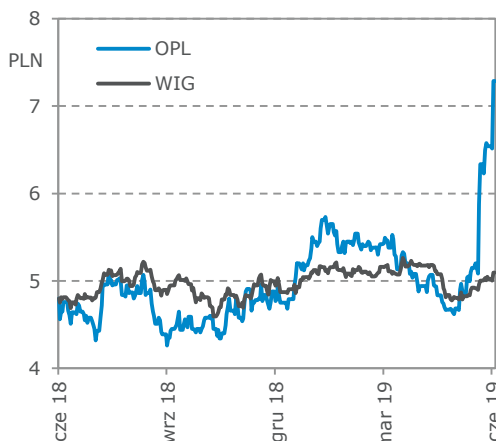
Struktura akcjonariatu

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 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	7,50	6,40	trzymaj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Orange Polska	7,29	7,50	+2,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody	+1,5%	+1,9%	+1,7%
EBITDA**	+11,1%	+8,1%	+8,9%

** istotny efekt wprowadzenia MSSF16 od 2019 r.

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

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

NIEDOWAGAŻENIE (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

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 przedstawieniem 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 materiały, ani żadna z jego kopii nie mogą 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 tych materiałów na stronach internetowych 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 19 czerwca 2019 o godzinie 08:43.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 19 czerwca 2019 o godzinie 08:43.

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.

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

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/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
data wydania	2018-11-26
cena docelowa (PLN)	6,40
kurs z dnia rekomendacji	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
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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@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 Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@mbank.pl
przemysł

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

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

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

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

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

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