

środa, 15 grudnia 2021 | aktualizacja raportu

Orange Polska: kupuj (podtrzymana)

OPL PW; OPLWA | telekomunikacja, Polska

Udana transformacja i możliwa sprzedaż masztów

Orange Polska przeszła udaną transformację biznesu: (1) notuje wzrosty wyników (eEBITDAaL + 5,3% R/R w 9M'21), (2) dość wysokie poziomy FCFEs (FCFE Yield'21/'22 = 9,0%/8,1%) oraz (3) ma niski poziom zadłużenia (1,5x dług netto ex. MSSF16 na koniec 3Q'21). W dodatku (4) szybkie łącza stacjonarne stanowią 66% wszystkich (w tym światłowodowe blisko 42%), a (5) telekom raportuje kolejny kwartał z rzędu solidny wzrost cen. Orange Polska nie przypomina dziś grupy sprzed kilku lat, kiedy doświadczała spadku wyników w efekcie wojny cenowej z konkurencją, a pozycja na rynku Internetu stacjonarnego drastycznie spadała ze względu na brak nowoczesnej sieci. Sądzymy, że wycena telekomu na poziomie EV/eEBITDAaL'22 = 4,9x nie oddaje potencjału grupy i jej obecnego profilu inwestycyjnego. Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do Orange Polska. Podwyższamy poziom ceny docelowej do 9,50 PLN (na co wpływ ma przede wszystkim sprzedaż FiberCo + wyższy poziom cen). Katalizatorem do wzrostu kursu w krótkim terminie powinien być wzrost wyników w 4Q'21 (eEBITDAaL +5,2% R/R), a w dłuższym horyzoncie: sprzedaż części masztów mobilnych oraz powrót do dywidendy.

Wzrost cen usług telekomunikacyjnych i wejście Iliad

Wzrosty cen usług Orange są imponujące: ARPO konwergentne było wyższe o odpowiednio 5,7 i 7,3% w 2Q i 3Q'21 R/R (vs. ok. 0% R/R w 2019 r.), a ARPO z usług tylko mobilnych postpaid (ex. M2M) wzrosło o 2,0% i 3,1% w 2Q i 3Q'21 (vs. spadek o ok. 6% R/R w 2019 r.). Sądzymy, że oferta Iliada (Play + UPC) w Polsce nie zmienia tych trendów. Iliad ma zbyt dużą pozycję na polskim rynku oraz potrzebuje solidnych FCFs do inwestycji w sieć. Ciężce cen jest mało prawdopodobne.

Nowa strategia – nastawienie na monetyzację

Orange Polska ogłosiło w 2021 r. nową strategię „Grow”. Spółka zapowiedziała nacisk na monetyzację dotychczasowych inwestycji. Orange chce wygenerować wzrost wyników w perspektywie 2021-2024 oraz powrócić do wypłaty dywidendy od 2022 r. Poprawa cen oraz optymalizacja kosztowa, które przewidujemy dają nam komfort w zakładaniu wzrostów eEBITDAaL w tempie 4-5% do 2024 r. Dostęp do szerokiej sieci FTTH jest podstawą do wzrostu liczby klientów, którzy po pandemii przekonali się o konieczności posiadania szybkiego łącza internetowego. Liczba klientów FTTH rośnie szybko (+ >50 tys. / kwartał).

Sprzedaż wież – możliwy upside

Orange France zapowiedziało rozbudowę spółki Totem (skupiającej dziś pasywną część sieci mobilnej infrastruktury Orange we Francji i w Hiszpanii) o kolejne kraje. Polska ma być jednym z nich. Zarząd Orange Polska analizuje obecnie możliwości, przedstawi konkretne plany w lutym'22. Rozważając możliwą wycenę masztów polskiego Orange, dobrymi benchmarkami są transakcje sprzedaży masztów przez Play (9 tys. lokalizacji za 6,7 mld PLN) oraz przez Polkomtel (7 tys. lokalizacji za 7,1 mld PLN – jednak zarówno część pasywna jak i aktywna). Wartość masztów Orange Polska może naszym zdaniem sięgnąć 3,9 mld PLN. Choć Orange będzie chciało zachować kontrolę nad infrastrukturą to sprzedaż nawet jej części powinna być dyskontowana pozytywnie przez inwestorów giełdowych, preferujących model „asset light”.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	11 406	11 508	11 793	11 815	12 094
eEBITDAaL	2 718	2 797	2 944	3 039	3 184
marża	23,8%	24,3%	25,0%	25,7%	26,3%
EBIT	415	404	2 511	944	1 112
zysk netto	82	46	1 935	505	636
P/E	122,2	217,8	5,2	19,9	15,8
P/S	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/eEBITDAaL*	6,0	5,7	4,8	4,9	4,6
EV/EBITDA	5,8	5,5	3,3	4,9	4,6
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,3%	6,5%

*dług netto ex. MSSF

cena bieżąca	7,64 PLN
cena docelowa	9,50 PLN
kapitalizacja	10,0 mld PLN
free float	4,9 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	30,6 mln PLN

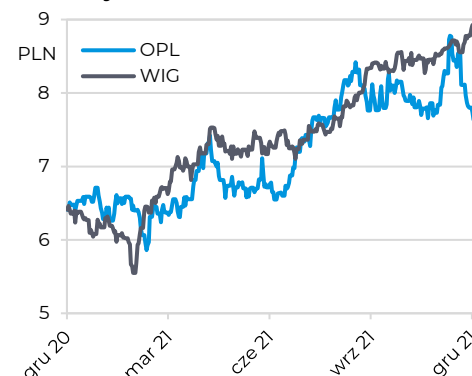
Struktura akcjonariatu

Orange S.A.	50,7%
pozostali akcjonariusze	49,3%

Profil spółki

Orange Polska jest wiodącym dostawcą usług telekomunikacyjnych w Polsce. Na koniec 3Q'21 z usług mobilnych spółki korzystało 16,6 mln klientów, z usług stacjonarnego Internetu 2,7 mln klientów, a ze stacjonarnych głosowych blisko 2,7 mln klientów. Udziały w rynku telefonii komórkowej i stacjonarnej wyniosły na koniec 3Q'21. odpowiednio 29% oraz 47% (pod względem liczby klientów). Orange Polska kontroluje też 28% rynku szerokopasmowego dostępu do Internetu. Spółka jest w trakcie budowy sieci FTTx.

Kurs akcji OPL na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Orange Polska	9,50	8,20	kupuj	kupuj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Orange Polska	7,64	9,50	+24,4%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu				
przychody		+2,0%	+0,1%	+1,1%
eEBITDAaL		+0,5%	-0,7%	+1,8%
zysk netto		+556%*	+10,4%	+16,9%

*w związku z zyskiem ze sprzedaży udziałów w FiberCo

Analitik:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielną przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielną przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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. Prostej 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, Pozbud, Sygnity. 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 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 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, Pozbud, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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. 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 15 grudnia 2021 o godzinie 08:47.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 15 grudnia 2021 o godzinie 10:40.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

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 bądź 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 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 Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia 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	kupuj
data wydania	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	8,20
kurs z dnia rekomendacji	6,52

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Antoni Kania
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.kania@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl