

czwartek, 6 sierpnia 2015 | aktualizacja raportu

Orange Polska: kupuj (podniesiona)

OPL PW; OPL.WA | Media, Polska

Aukcja przerwana, dywidenda bezpieczna, stabilizacja dzięki FTTH i G-Fast

Naszym zdaniem tocząca się aukcja na częstotliwości 800 MHz to „gra na czas” i ostatecznie zostanie przerwana przez UKE. Dane o konkretnych uczestnikach i ich ofertach nie są podawane do publicznej wiadomości, jednak naszym zdaniem w procesie wciąż uczestniczą: NetNet (spółka syna współwłaściciela Cyfrowego Polsatu), T-Mobile, Orange Polska i Play. Uważamy, że NetNet spekulacyjnie podwyższa ceny w aukcji, czym wydłuża jej trwanie. Umożliwia mu to wadliwa konstrukcja aukcji: wadium w aukcji LTE wynosi jedynie 6 mln PLN (dla pasma licytowanego obecnie po 1 008 mln PLN), co jest okazją do składania niewiążących ofert. Głównym beneficjentem takich działań jest Cyfrowy Polsat, który posiada największy zasięg mobilnego LTE w Polsce (i jako jedyny dostęp do 5 MHz z licytowanego zakresu dzięki Sferii), co umożliwi mu szybkie zdobywanie rynku Internetu mobilnego w Polsce vs inni gracze. Fakt, że Sferia musi w 2018 r. zapłacić za przedłużenie rezerwacji 5 MHz cenę z obecnej aukcji, pozwala nam zakładać, że NetNet nie przerwie podbijania cen samodzielnie. Tylko formalne przerwanie aukcji przez UKE zakończy działania NetNet. Naszym zdaniem Urząd zdecyduje się na ten krok dopiero we wrześniu'15, kiedy ceny sięgną poziomów 1,5 mld PLN za pasmo (tj. istotnie przekroczą najwyższe stawki płacone za częstotliwości w podobnych aukcjach w Europie), gdyż nie będzie chciał ponosić ryzyka nadmiernego zalewarowania się spółek telekomunikacyjnych i braku środków na przyszłe inwestycje. Proces rozdysponowania pasm zostanie prawdopodobnie powtórzony. Przerwanie aukcji rozwieje obawy inwestorów o dywidendę Orange Polska z zysku za 2015 r. i przełoży się na wzrost notowań spółki. Podnosimy rekomendację do kupuj z trzymaj i cenę docelową do 10,20 PLN, co implikuje 26% potencjał wzrostowy.

Nieracjonalne poziomy cen w aukcji

Za 1 MHz w zakresie 800 MHz najwięcej zapłacono we Włoszech, Niemczech i Francji (0,68-0,82 EUR per capita). Przy odniesieniu tych stawek do rynkowych poziomów cen, pasma są już prawie dwukrotnie droższe niż za granicą. Przekroczenie zakładanych przez rynek poziomów 600 mln PLN w czerwcu'15 spowodowało załamanie się kursu Orange Polska ze względu na ryzyko obniżenia dywidendy (spadek o 18% uwzględniając dywidendę).

Szybka infrastruktura już wkrótce

Orange Polska w okresie 2010-14 straciła 4% udziału w rynku Internetu stacjonarnego (przy czym grupa klientów z łączem >30 Mbs jest zdominowana przez czterech głównych CaTV: kontrolują oni 80% subryнку vs. 7% Orange Polska). Decyzja o inwestycjach w szybki Internet stacjonarny jest konieczna by odrobić te straty. Zakładamy, że Orange Polska zainwestuje w najbliższych latach >2 mld PLN za FTTH. Dodatkową pomocą będzie technologia G-Fast, która w testach za granicą wykazała > 500 Mbs. W ubiegłym tygodniu Orange Polska poinformowała o pomyślnym przebiegu testów G-Fast w Polsce. Pilotażowe wdrożenie ma wystartować jeszcze w tym roku. Z szybkimi łączami stacjonarnymi, Orange Polska powiększy bazę abonentów, wykorzysta istotny potencjał do dosprzedaży produktów (tylko 26% użytkowników stacjonarnego broadbandu posiada usługi mobilne) i w ten sposób ustabilizuje wynik EBITDA od 2016 r.

(mln PLN)	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	12 923	12 212	11 835	11 468	11 464
EBITDA	3 904	4 076	3 625	3 349	3 396
marża EBITDA	30,2%	33,4%	30,6%	29,2%	29,6%
EBIT	788	986	716	637	835
Zysk netto	294	535	357	291	436
DPS	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
P/E	36,2	19,9	29,8	36,6	24,4
P/CE	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
P/BV	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	3,7	3,8	4,1	4,8	4,9
DYield	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%

Cena bieżąca	8,12 PLN
Cena docelowa	10,20 PLN
Kapitalizacja	10,66 mld PLN
Free float	5,26 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	36,58 mln PLN

Struktura akcjonariatu

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

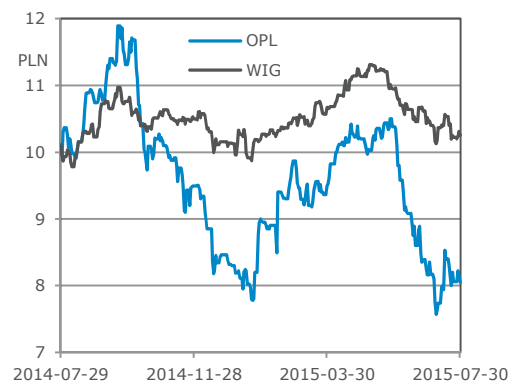
Strategia dotycząca sektora

Wartość rynku usług telekomunikacyjnych w Polsce szacowana jest na 39 mld PLN, z czego 26 mld PLN przypada na telefonię komórkową z penetracją na poziomie >145%. Na ten segment w ostatnich kwartałach wpływ ma spadek stawek MTR oraz wzmożona konkurencja (w Polsce działa 4 głównych operatorów). W 2013 r. penetracja telefonią stacjonarną w Polsce wynosiła 23,0% (-0,8 p.p. R/R). Trend spadkowy dotyczył w 2013 roku także linii oferowanych w ramach regulowanych usług hurtowych (WLR i LLU).

Profil spółki

Orange Polska jest wiodącym dostawcą usług telekomunikacyjnych w Polsce. Na koniec roku 2012 z usług Orange Polska korzystało ponad 20 mln klientów. Udziały w rynku telefonii komórkowej i stacjonarnej wyniosły w 2013 r. odpowiednio 27% i 54% (pod względem liczby klientów). Orange Polska kontroluje też 30% rynku szerokopasmowego dostępu do Internetu. Spółka posiada największą w Polsce infrastrukturę techniczną.

Kurs akcji OPL na tle WIG



Analitik:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.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

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

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

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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

KUPIJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. 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.

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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę abonentową z Orange Polska S.A.

Dom Maklerski mBanku 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku 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 S.A. 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 zastosowanych w rekomendacji:

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Orange Polska

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2014-11-05	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	9,98	8,20
WIG w dniu rekomendacji	53905,66	51680,12

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

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

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

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

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

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

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl