

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 umożliwia 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 przekroczy 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 z zakresu 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. 50,67%
(poprzednio France Telecom S.A.)

Pozostali akcjonariusze 49,33%

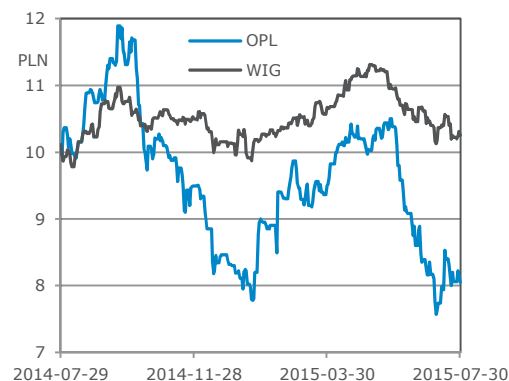
Strategia dotycząca sektora

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 telefonii stacjonarnej 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



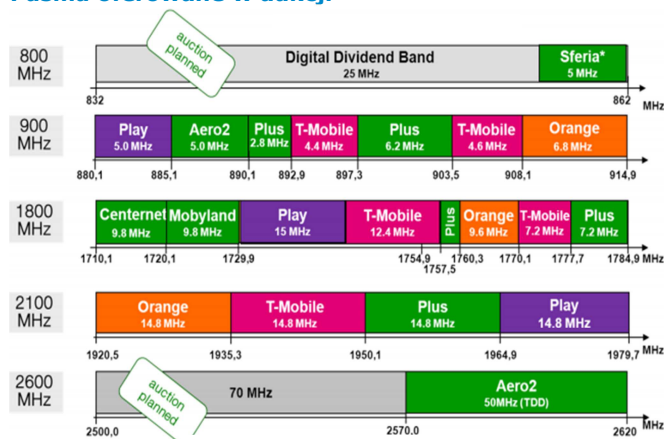
Analitik:

Paweł Szpigił
+48 22 438 24 06
pawel.szpigił@mdm.pl

Aukcja LTE

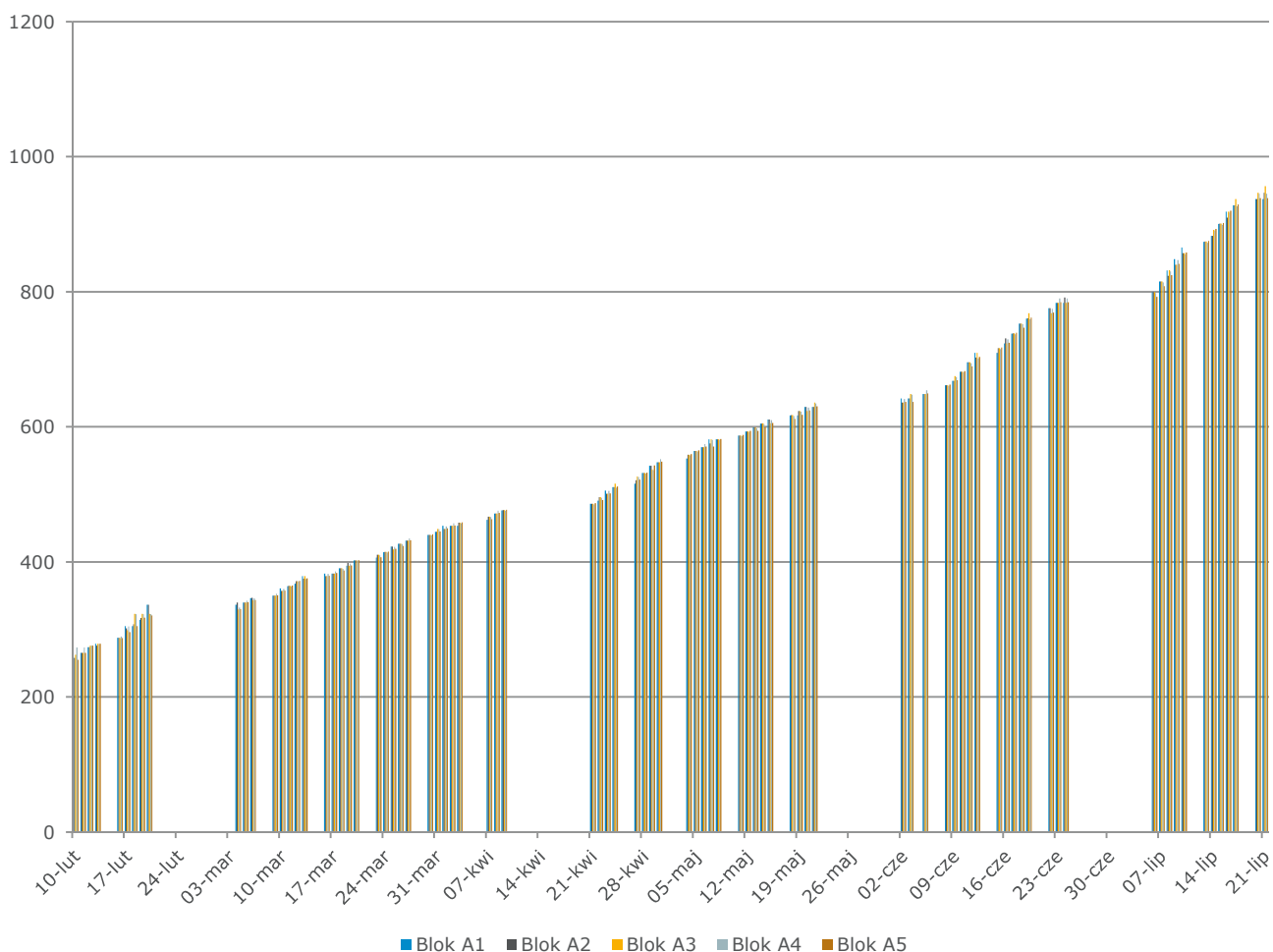
W dniu 10 lutego'15 Urząd Komunikacji Elektronicznej (UKE) rozpoczął właściwy etap licytacji częstotliwości z zakresu 800 MHz i 2600 MHz (do rozdysponowania jest 5 bloków 2 x 5 MHz z zakresu 800 MHz przy cenie minimalnej 250 mln PLN za jeden blok oraz 14 bloków 2 x 5 MHz z zakresu 2600 MHz przy cenie minimalnej 25 mln PLN za blok).

Pasma oferowane w aukcji



Źródło: Orange Polska

Ewolucja cen za poszczególne bloki z zakresu 800 MHz w polskiej aukcji LTE



Źródło: Urząd Komunikacji Elektronicznej

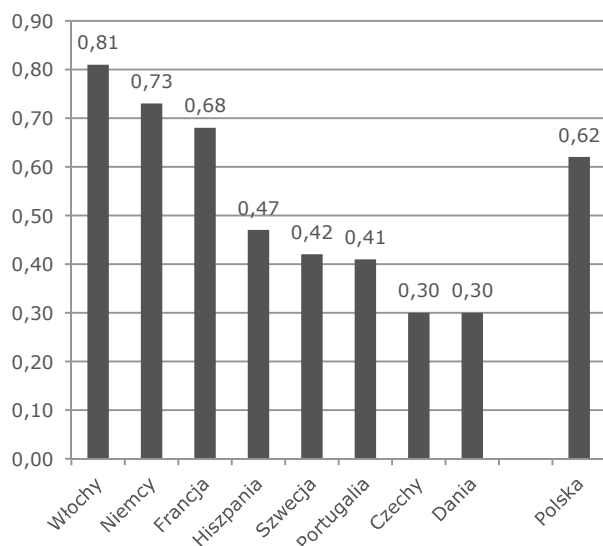
Podsumowując warunki aukcji:

- Wszyscy operatorzy będą mogli starać się o maksymalnie 2 paczki pasma 800 MHz.
- Utrzymane zostało ograniczenie do współdzielenia 15 MHz tego pasma przez współpracujące podmioty i nie wpisano - chociaż ze strony Orange Polska padła taka propozycja - takiego ograniczenia dla grupy kapitałowej.
- Istnieje nadal zapis mówiący, że uczestnik aukcji może ubiegać się jedynie o taką liczbę rezerwacji częstotliwości z pasma 800 MHz, której uzyskanie nie doprowadzi do przekroczenia 20 MHz łącznie widma częstotliwości z pasma 800 MHz, o które ubiega się uczestnik aukcji lub podmioty z grupy kapitałowej, do której przynależy uczestnik aukcji.
- UKE wprowadził zapis przewidujący możliwość współdzielenia więcej niż 15 MHz pasma 800 MHz jeśli w takim projekcie będą uczestniczyć wszyscy posiadacze tych częstotliwości.
- We wzorze oferty wstępnej pojawiła się możliwość deklaracji do stworzenia hurtowej oferty.

Na dzień 4 sierpnia'15 cena za pasmo z zakresu 800 MHz wynosiła od 986 mln do 995 mln PLN (średnio 990,8 mln PLN, tj. blisko 4,0x więcej niż cena wywoławcza. Z kolei za pasmo z zakresu 2600 MHz wyniosła średnio 35,1 mln PLN (+40% vs. cena startowa).

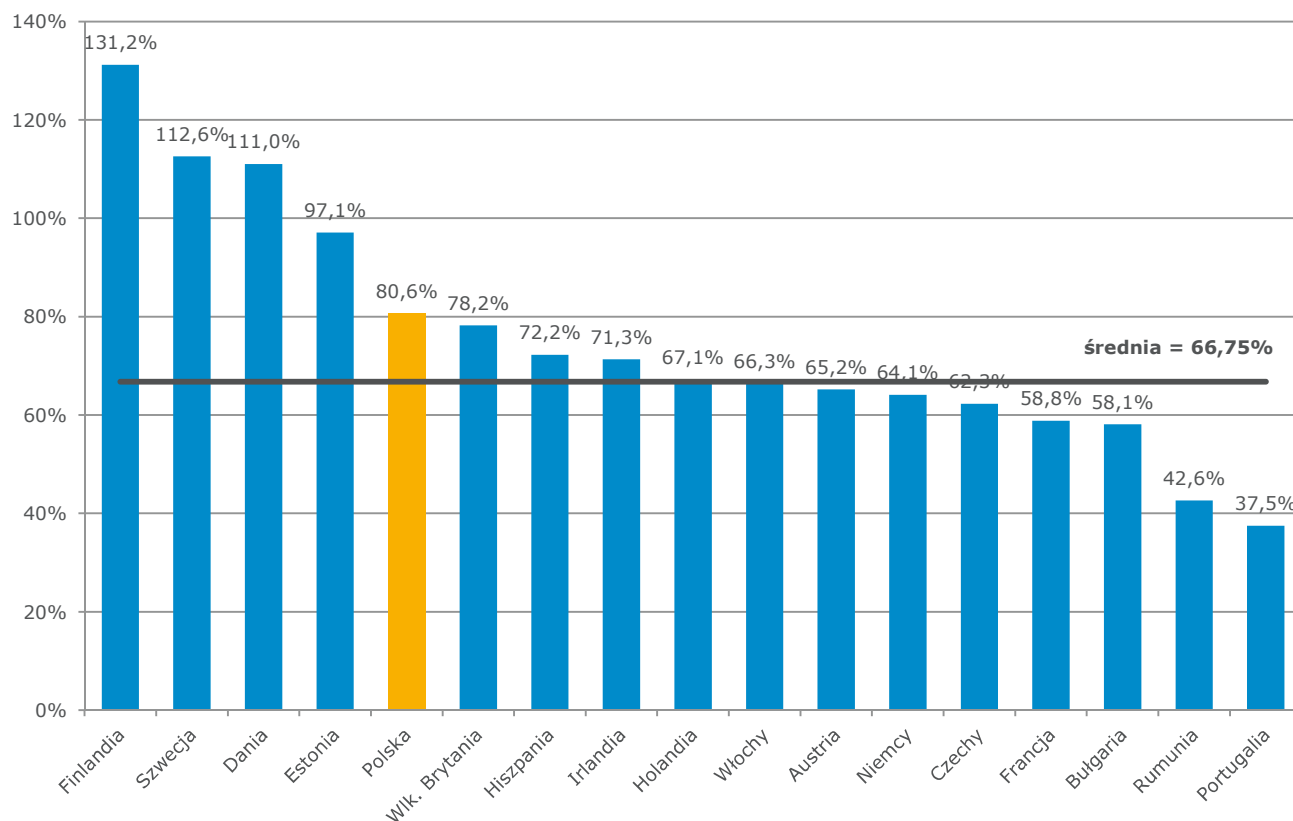
Ceny oferowane w polskiej aukcji za częstotliwości z zakresu 800 MHz nie są uzasadnione patrząc na przykłady innych krajów, w których doszło do podobnych procesów aukcyjnych.

Cena za 1 MHz z zakresu 800 MHz w przeliczeniu na 1 mieszkańca (EUR)



Źródło: Arthur D Little, Dom Maklerski mBanku

Penetracja usługami Internetu mobilnego w Europie

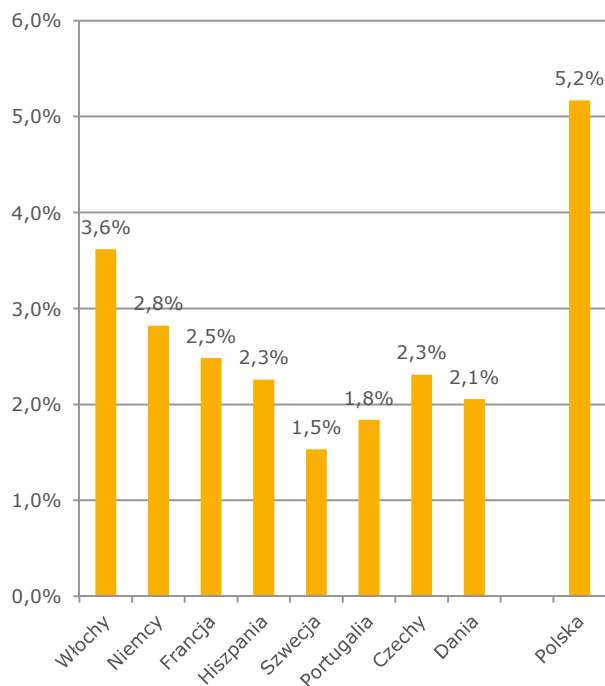


Źródło: Digital Agenda Scoreboard

W porównaniu do innych krajów obecny poziom cen w aukcji, tj. 0,62 EUR nie wyróżnia się od osiągniętego we Włoszech (we wrześniu'11 Telkom Italia, Vodafone i Wind zapłaciły od 978 – 992 mln EUR za 2 x 10 MHz) i Niemczech (Deutsche Telekom, Vodafone i Telefonica Germany w maju'10 wydały po 1 192 mln EUR za 2 x 10 MHz). Naszym zdaniem ceny w aukcji LTE powinno oceniać się biorąc pod uwagę poziom prycingu za usługi telekomunikacyjne na danym rynku. Odmienne zdanie mielibyśmy, jeśli usługa LTE byłaby w Polsce nowa, a operatorzy mieliby szansę wprowadzić ją na rynek po wyższych stawkach. W kraju mamy obecnie odmienną sytuację. W 2014 r. Polska znalazła się w gronie pięciu krajów Unii Europejskiej o najwyższym odsetku osób posiadających Internet mobilny. Ponad 80% mieszkańców naszego kraju posiadało ruchomy dostęp do sieci. Wynik ten jest o 14p.p. wyższy niż średnia europejska, która kształtowała się na poziomie 66,7%. Naszym zdaniem trudno będzie zaoferować LTE na 800 MHz po wyższej cenie, zwłaszcza że operatorzy proponują coraz większe pakiety GB danych bez istotnego wzrostu cen.

Współczynnik ceny za 1 MHz per capita w Polsce do ARPU post paid wynosi w Polsce (przy niezakończonych jeszcze aukcji) 5,2%, tj. ponad dwa razy więcej niż średni współczynnik w krajach branych przez nas pod uwagę i blisko 45% więcej niż we Włoszech, gdzie relacja ta jest najwyższa.

Cena za 1 MHz z zakresu 800 MHz w przeliczeniu na 1 mieszkańca/ ARPU post paid 1Q'15



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Prowadzi nas to do konkluzji, że ceny są zbyt wysokie, aukcja może być przerwana przez UKE, a jeśli nawet dojdzie do wyłonienia zwycięzców częstotliwości mogą być nieodebrane. Podobna sytuacja miała miejsce w Czechach, gdzie aukcja na częstotliwości z zakresów 800 MHz, 1800 MHz i 2,6 GHz nie została rozstrzygnięta, gdyż jej uczestnicy podbijali ceny do poziomów znacznie przekraczających rynkową wartość licytowanych bloków. W marcu 2013 doszło do przerwania aukcji przez regulatora po tym jak oferty od Telefoniki, T-Mobile, Vodafone i PPF Mobile wzrosły powyżej 1 mld EUR. Pavel Dworak, prezes Czeskiego Urzędu Telekomunikacyjnego (CTU), opierając się na analizach firm doradczych stwierdził, że wysokie nakłady na samo pozyskanie częstotliwości mogą spowodować bardzo powolny rozwój nowych sieci, wzrost cen detalicznych i utrudnić pojawienie się czwartego operatora. CTU ogłosiło w sierpniu 2013 przetarg na częstotliwości. W części dotyczącej 800 MHz

uprzywilejowano nowych graczy, zastrzegając dla nich dwa bloki po 10 MHz.

Widzimy podobieństwo w toczącej się w Polsce aukcji. Determinacja w zdobyciu pasma z zakresu 800 MHz jest duża. W procesie aukcyjnym wystartowało sześć podmiotów: Polkomtel (przeszedł w oferty pasywne), NetNet (spółka, której właścicielem jest Szymon Ruta, syn Heronima Ruty, największego po Solorzu-Żaku udziałowca Cyfrowego Polsatu), T-Mobile, Orange Polska, P4 (Play) i Emitel. Największą determinacją naszym zdaniem wykazuje ta się która (1) zgromadziła najmniej z czterech operatorów częstotliwości z zakresu 900 MHz i 1800 MHz razem, (2) dzierżawi pasmo 1800 MHz od T-Mobile oraz (3) może być zaniepokojona przyznaniem Sferii pozwolenia na użytkowanie jednego pasma z zakresu 800 MHz przez UKE na początku października. Zdobycie jednego bloku przez T-Mobile, czyli trzech bloków 2 x 5 MHz razem byłoby dla Orange Polska i T-Mobile podstawą do budowy pokrycia LTE przez NetWorkS! (zakładamy, że powstaną ostatecznie dwie sieci LTE na terenie Polski). NetNet (zakładamy że z licytowanego pasma będzie korzystać Cyfrowy Polsat lub Cyfrowy Polsat i P4) jest zdeterminowany do zdobycia minimum jednego pasma. Pasma 800 MHz strategicznie najbardziej pasują właśnie do Cyfrowego Polsatu, nastawionego na użytkowników z terenów mniej zurbanizowanych i na świadczenie usług mobilnych. Cyfrowy Polsat, poprzez Midasa, ma już dostęp do częstotliwości Sferii (w posiadaniu której jest obecnie 2 x 5 MHz) a sam Midas kontroluje część zasobów w podobnym do 800 MHz paśmie 900 MHz, stąd sądzimy, że podmioty zbliżone do Cyfrowego Polsatu będą zainteresowane przy wysokich cenach tylko jednym pasmem. Z drugiej strony Cyfrowy Polsat musi jednak pamiętać, że aby zbudować jedną z dwóch sieci (konkurencyjną do sieci T-Mobile i Orange Polska zbudowanej na trzech pasmach 2 x 5 MHz) będzie musiał zdobyć dwa pasma bądź współpracować z Playem lub Emitelom przy budowie sieci. Wreszcie Play (który usługi głosowe oferuje na bazie roamingu krajowego z pozostałymi operatorami ale usługi internetowe na swojej sieci) nie może zaryzykować braku dostępu do częstotliwości 800 MHz, tj. sądzimy że zamierza zdobyć jedno pasmo. Pozostaje T-Mobile, który w przypadku wygranej dwóch pasm przez Orange Polska i co najmniej dwóch pasm będących pod kontrolą podmiotów związanych z Cyfrowym Polsatem, będzie w mniej konkurencyjnej pozycji wobec dwóch MNO, zwłaszcza że nie oferuje na rynku polskim (w przeciwieństwie do większości innych rynków na których T-Mobile) usług stacjonarnego Internetu. Motywacja każdego uczestnika świadczy o bardzo dużej konkurencji. Ostatecznie spodziewalibyśmy się, że Orange Polska z T-Mobile zdobędą trzy zakresy, na których powstanie jedna sieć. Drugą zbuduje grupa Solorza przy udziale P4.

Jeden z prawdopodobnych scenariuszy rozwiązania aukcji (pierwsza sieć na niebiesko, druga sieć na pomarańczowo)

	NetNet	Polkomtel	T-Mobile	Orange Polska	Play	Emitel
A1				x		
A2				x		
A3			x			
A4					x	
A5	x					
Sferia	x					

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Jednak zwracamy uwagę, że podstawowym błędem w procedurach aukcyjnych jest możliwość składania niewiążących ofert, co może prowadzić do składania przez niektórych uczestników aukcji ofert spekulacyjnych w celu podbicia ceny lub wydłużenia aukcji w czasie, co może prowadzić do powtórzenia procesu rozdysponowania częstotliwości. UKE nie ma możliwości zabezpieczenia się przed ofertami spekulacyjnymi, gdyż wnoszone wadium przez każdego uczestnika na początku aukcji jest zbyt niskie w stosunku do rynkowej wartości licytowanego dobra. Naszym zdaniem przynajmniej jeden z uczestników aukcji może być zdeterminowany do przeciągania aukcji lub podbijania ceny za jedno pasmo. Dalsze podbijanie ceny w przypadku NetNet to możliwość przyciągnięcia nowych klientów do Cyfrowego Polsatu, który (1) oferuje największy zasięg LTE na chwilę obecną, (2) posiada najszerze pasmo LTE na 1800 MHz oraz dzięki współpracy z Midasem dostęp do 5 MHz z zakresu 800 MHz przyznanym Sferii, (3) nie ma problemów z przeciążeniem sieci ze względu na ilość danych, (4) jest zdeterminowany do walki o klienta detalicznego z terenów niskozurbanizowanych, na którym skupia się strategia tej grupy. Z drugiej strony pasmo 800 MHz w rękach Orange Polska i T-Mobile, które dzięki współpracy zmodernizowały infrastrukturę mobilną przez spółkę NetWorks, zniwelowałyby przewagę konkurencyjną na Internecie mobilnym jaką cieszy się Cyfrowy Polsat w chwili obecnej. Stąd uważamy, że NetNet może prowadzić działania spekulacyjne. Dodatkowo, zwracamy uwagę, że Polkomtel, który był na początku uczestnikiem aukcji w marcu br. (kiedy poziom cen w aukcji wynosił niespełna 360 mln PLN) przeszedł w oferty pasywne. Oznacza to, że w przypadku kiedy nikt z uczestników aukcji po jej zakończeniu nie zadeklaruje chęci rezerwacji, Polkomtel ma prawo do rezerwacji aukcji po cenie 360 mln PLN (zakładamy, że tylko Polkomtel przeszedł w oferty pasywne). Jeśli więc w aukcji pozostało pięciu uczestników

to celem NetNetu może być wywindowanie cen za pasma jak najwyżej, po to by zmniejszyć prawdopodobieństwo rezerwacji przez któregośkolwiek uczestnika po zakończeniu aukcji, a tym samym zwiększyć szanse Polkomtela na pasmo po niskiej cenie. 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. Zwracamy również uwagę na Play, który może być także zdeterminowany do przeciągania aukcji w czasie ze względu na następujące czynniki: (1) wyższa cena w aukcji to potencjalnie większa szansa na roaming krajowy na Internecie mobilnym, gdyż zdobywcy pasma będą chcieli uzyskać dodatkowy zwrot z drogich częstotliwości, (2) wyższa cena za pasmo zwiększa prawdopodobieństwo zakończenia aukcji bez rozwiązania przez UKE i rozdysponowania częstotliwości uwzględniając P4 po niższych cenach. Jako scenariusz bazowy przyjmujemy, że UKE wstrzyma w ciągu najbliższych tygodni aukcję, dlatego zakładamy CAPEX na częstotliwości z zakresu 800 MHz LTE w przyszłym roku na niezmiennym poziomie 1 300 mln PLN, tj. po 650 mln PLN za pasmo. Taki poziom cen przełożyłby się na współczynnik ceny za 1 MHz per capita/ ARPU post paid = 3,5%, zgodny z najwyższym w Europie jaki osiągnięto we Włoszech.

Scenariusz: NetNet spekulacyjnie podbija ceny w aukcji

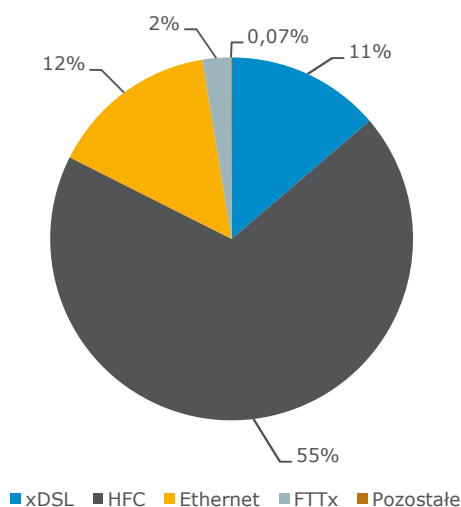
	NetNet	Polkomtel	T-Mobile	Orange Polska	Play	Emitel
A1	x					
A2	x					
A3					x	
A4				x		
A5			x	x		

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Co jeśli aukcja zostanie przerwana przez UKE?

W 4Q'14 UKE wydał decyzję o zniesieniu obowiązku świadczenia usług BitStream Access (BSA) przez Orange Polska na tzw. rynku 5., tj. na obszarze 76 wybranych gmin, gdzie pozycję dominującą mają operatorzy kablowi dysponujący nowoczesnymi technologiami przesyłu danych.

Rozkład technologii dostępu do Internetu na obszarach 76 gmin

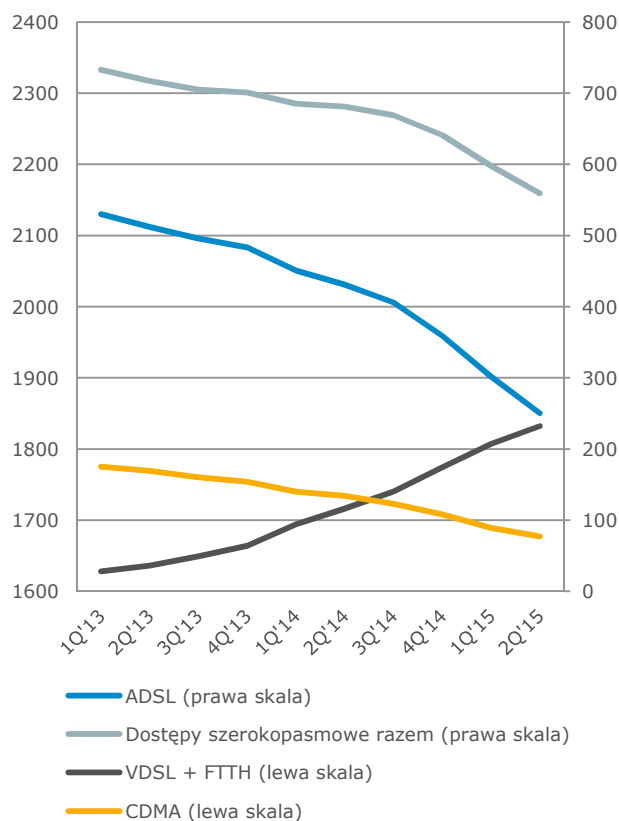


Źródło: UKE

Pod względem całkowitej liczby abonentów na terenie tych gmin dominuje UPC Polska, a pod względem średnich udziałów w każdym pojedynczym rynku Multimedia Polska. Obowiązujący przed deregulacją Orange Polska ograniczenia w kształtowaniu oferty dla klientów indywidualnych, gdyż zakładał sztywne zależności pomiędzy ofertą hurtową BSA i ofertami detalicznymi. Zniesienie obowiązku udostępniania BSA, zachęciło Orange Polska do inwestycji w infrastrukturę, gdyż operator nie jest zmuszony dłużej sprzedawać ich konkurencji po cenach regulowanych. Przyniesie to poprawę pozycji konkurencyjnej wobec operatorów kablowych, którzy posiadają bardziej zaawansowane rozwiązania technologiczne. Inwestycja w FTTH/FTTB wiąże się z istotnymi nakładami inwestycyjnymi.

Przy założeniu, że UKE zdecyduje się zakończyć aukcję, Orange Polska będzie naszym zdaniem zdeterminowana do przyspieszenia inwestycji w sieć światłowodową, której brak był naszym zdaniem głównym powodem utraty klientów Internetu stacjonarnego biorąc pod uwagę: (1) zmiany na rynku Internetu stacjonarnego oraz (2) pozytywne efekty pilotażowego projektu FTTH na warszawskim Ursynowie i potencjał do dosprzedaży usług. Od 1Q'13 spółka straciła ponad 170 tys. klientów, przy czym odpływ klientów na technologii małych szybkości (ADSL i CDMA) był duży wyższy i wyniósł 380 tys. klientów.

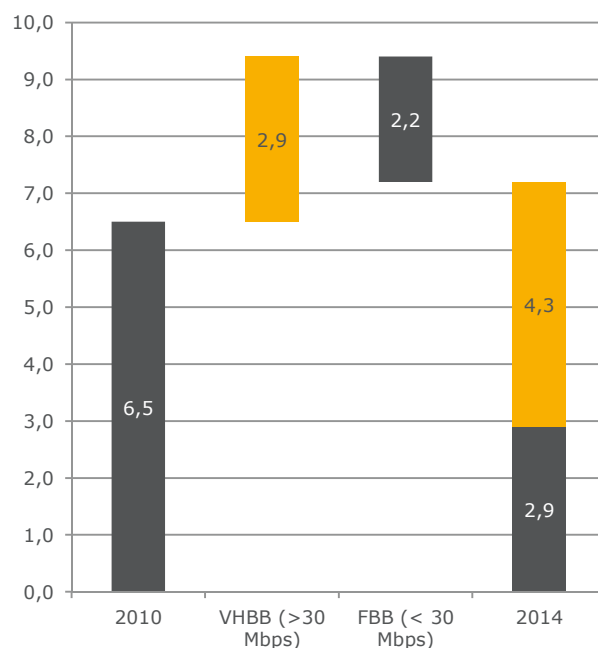
Klienci stacjonarnego Internetu w Orange Polska



Źródło: Orange Polska

W okresie 2010-2014 liczba klientów szybkiego Internetu zaczęła szybko rosnąć. W 2010 r. liczba klientów z łączem o prędkości >30 Mbps była nieistotna, by w ciągu 4 lata stanowił blisko 40% wszystkich.

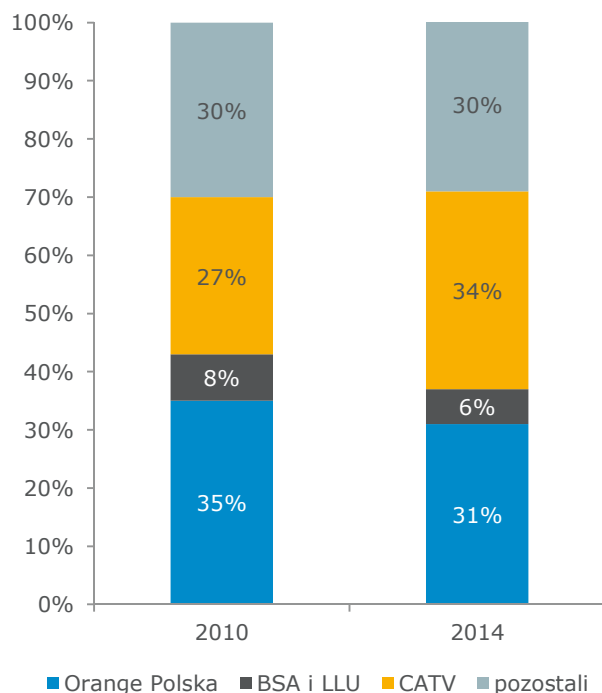
Rynek stacjonarnego Internetu w Polsce (mln abonentów)



Źródło: Orange Polska

W ostatnich latach wyraźnie zmieniła się struktura klientów Internetu stacjonarnego w Polsce. W 2010 r. Orange Polska kontrolowała 35% rynku broadbandu stacjonarnego, a na zasadzie BSA i LLU w oparciu o infrastrukturę Orange Polska korzystało kolejne 8% klientów. W 2014 r. 31% Orange Polska miała udział 31%, a 6% rynku stanowili korzystający na BSA i LLU.

Internet stacjonarny w Polsce - udziały rynkowe (pod względem wolumenów)



Źródło: Orange Polska

Oferta usług Orange Polska vs. konkurencja

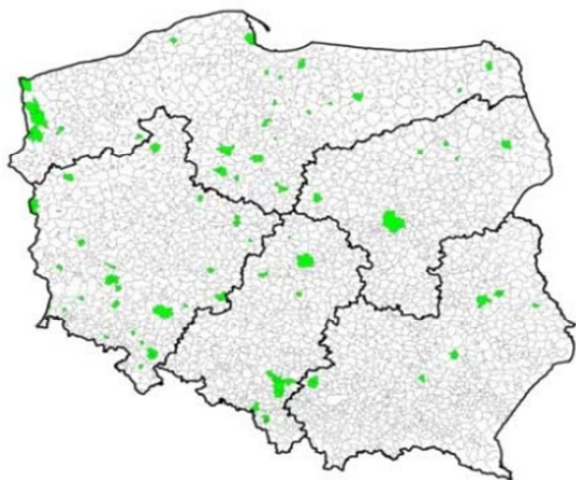
	Usługi stacjonarne			Usługi mobilne	
	TV	Internet	Głos	Internet	Głos
Orange Polska	x	x	x	x	x
T-Mobile			x	x	x
Play				x	x
Cyfrowy Polsat	x			x	x
Netia	x	x	x		
Vectra	x	x	x		
Multimedia	x	x	x		
UPC	x	x	x		
nC+	x				

Źródło: UKE

Przy takich zmianach inwestycje w szybkie sieci internetowej są konieczne. Zwracamy chociażby uwagę na fakt, grupa klientów korzystających z łącza >30 Mbs jest zdominowana przez czterech głównych operatorów kablowych: kontrolują oni 80% subryнку, vs. 7% Orange Polska. Szybki wzrost operatorów kablowych (w 2010 r. posiadali ok. 1,75 mln klientów vs. 2,50 mln klientów w 2014 r.). Uważamy, że Orange ma duże szanse na powodzenie w sprzedaży Internetu stacjonarnego na FTTH, głównie ze względu na najszerzy na rynku wachlarz usług.

Zwracamy także uwagę na wyniki pilotażowego projektu FTTH na warszawskim Ursynowie. Orange Polska ogłosiła wyniki 14 miesięcznego projektu, które oceniamy pozytywnie. W ciągu tego czasu udział Orange Polska na rynku istniejących budynków zwiększył się z 8% do 20% głównie w wyniku przechodzenia klientów z sieci kablowych. Orange Polska zaraportowało też wynik 60% udziału wśród nowych klientów. Spółka sprzedaje na tym obszarze 96% usług 3P, co miało korzystny wpływ na ARPU. Uważamy, że w pierwszej kolejności Orange zainwestuje na terenach zderegulowanych. Spółka podała informację, że znajduje się tam 3,9 mln gospodarstw domowych (29% wszystkich). Cel na koniec '15 to 650 tys. dobrojonych w łączce światłowodowe gospodarstw domowych.

Gminy na rynku 5.



Źródło: Orange Polska

Sądzimy, że Orange Polska będzie zainteresowane wykorzystaniem szansy od regulatora i zmonetyzuje dostęp do 3,9 mln gospodarstw domowych. Według statystyk UKE na terenie występuje 24% populacji kraju oraz ok. 3,0 mln abonentów usług szerokopasmowych (37% całego rynku). Zakładając, że kabel światłowodowy będzie można położyć na 90% wspomnianych gospodarstw domowych (tj. na 3,1 mln), całkowity CAPEX projektu

szacujemy na 2,3 mld PLN (wyliczenie zostało sporządzone na podstawie wydatków które Orange Polska ponosi w tym roku na dobrojenie 600 tys. gospodarstw), co przyjmujemy w naszym modelu.

W międzyczasie Orange Polska pracuje nad wdrożeniem technologii G.Fast. Przeprowadzono już testy polegające na uruchomieniu w tej technologii wszystkich usług z pakietu FTTH, tj. usług telewizyjnych (HDTV), głosowych (VoIP) oraz Internetu w profilu 300/30 Mb/s. Jak Orange Polska ogłosiło na blogu internetowym, spółka wkrótce rozpocznie przygotowania do pilotowego świadczenia usług z wykorzystaniem G.fast (planowane jest to jeszcze na koniec 2015). Technologia G.Fast może z powodzeniem obsługiwać nawet najbardziej wymagające aplikacje, na przykład takie, które obsługują streaming danych wideo 4K (a w przyszłości 8K). Mogą to być też aplikacje IPTV czy rozwiązania wymieniające intensywnie dane z chmurami, np. usługi oferujące wirtualne, chmurowe dyski. Firma Skypio zademonstrowała w styczniu tego roku na targach CES swoje pierwsze urządzenie G.fast, wykorzystując je właśnie do transmitowania danych wideo 4K. Technologia G.fast jest przeznaczona do budynków, w których niemożliwa jest instalacja światłowodu bezpośrednio w mieszkaniu klienta (FTTH).

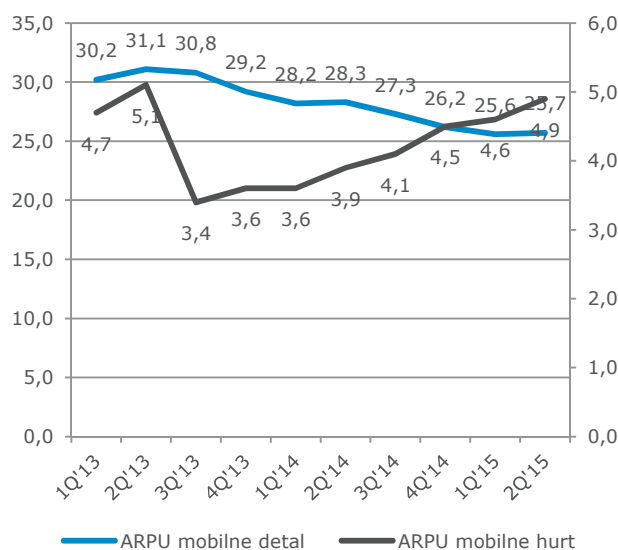
Rozwiązanie to część koncepcji DLA (Drop Line Agnostic), która zakłada wykorzystanie różnych mediów transmisyjnych dostępnych u klienta, takich jak linia miedziana, kabel koncentryczny lub przewód ethernetowy. Patrząc na przykłady innych krajów: w Szwecji Swisscom rozpoczął na niewielkiej grupie klientów z miejscowości Bibern komercyjny testy technologii G.fast, która po łączach miedzianych ma umożliwić pobieranie danych z przepływnością do 500 Mb/s, w Austrii podczas prowadzonych przed rokiem przez Alcatel-Lucent i A1, austriackiego operatora zasiedziało wchodzącego w skład grupy Telekom Austria testów laboratoryjnych na łączu o długości kilkunastu metrów osiągnięto przepływność do 1,1 Gb/s (A1 zapowiada, że komercyjnie wdroży G.fast w swej sieci w 2016 roku). Wdrożenie technologii G.Fast w Orange Polska byłoby przełomowym krokiem dla spółki, gdyż zintensyfikowałoby dobrajanie gospodarstw w szybki Internet. Stąd zakładamy, że już w 2016 r. Spółka ustabilizuje bazę klientów Internetu stacjonarnego.

Wyniki za 2Q'15 i perspektywy na resztę roku

Wyniki za 2Q'15

Przychody ze sprzedaży wyniosły w okresie 3 013 mln PLN. Orange zaraportowało 1 380 mln PLN z usług telefonii mobilnej, podobnie jak w 1Q'15 spadki na głosie częściowo nadrobiła wzrostami na usługach hurtowych ze względu na wzrost ruchu (AUPU wyniosło 220 min, tj. było 11% wyższe R/R).

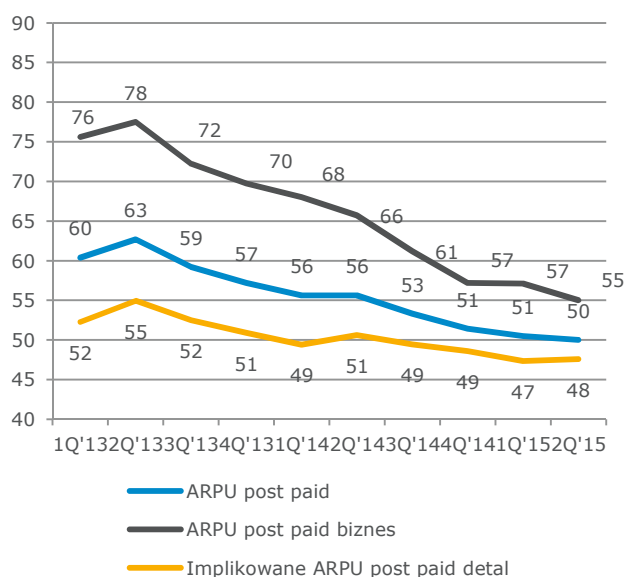
ARPU głosowe w Orange Polska (PLN)



Źródło: Orange Polska

Detaliczne ARPU z usług mobilnych w 2Q'15 zanotowało spadek w tempie 9,2% (podobny jak kwartał wcześniej) do 25,7 PLN czego główną przyczyną był, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, dynamiczny spadek rzędu 16% w rejonie B2B. Widzimy dalszą konwergencję cen usług mobilnych dla biznesu i dla detalu. Sądzymy, że sytuacja utrzyma się aż do zrównania się stawek (zakładamy że nastąpi to w połowie przyszłego roku).

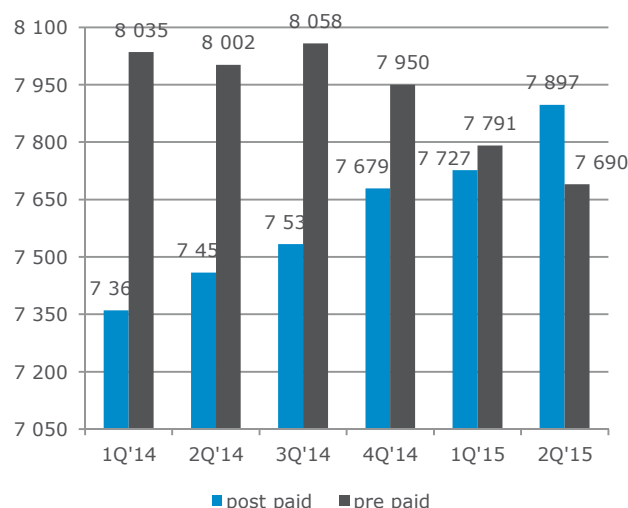
ARPU post paid w Orange Polska (PLN)



Źródło: Orange Polska

W 2Q'15 widzimy, że Orange Polska wykazało się dużą aktywnością komercyjną, co przełożyło się na wysokie przyrosty klientów (w kwartale przybyło 170 tys. klientów usług mobilnych post paid, z czego blisko 100 tys. klientów przybyło na w rejonie broadbandu mobilnego, po 20 tys. kart sim przybyły w rejonie mobilnego B2C i mobilnego B2B, resztę stanowiły wzrosty w rejonie machine-to-machine).

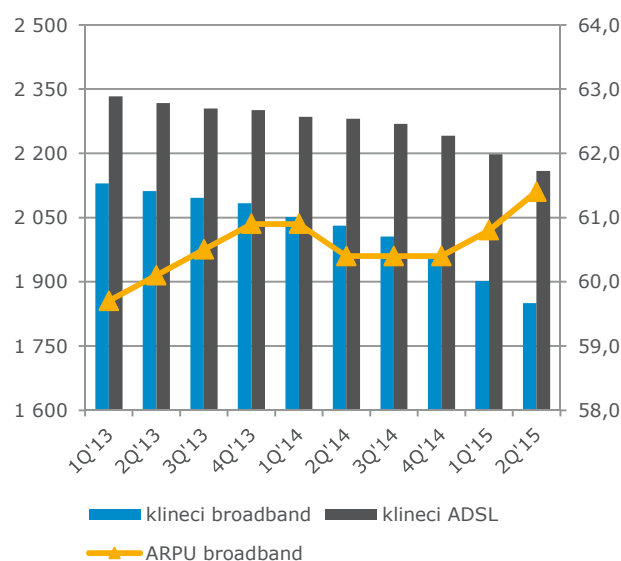
Liczba abonentów post paid i pre paid w Orange Polska



Źródło: Orange Polska

W segmencie telefonii stacjonarnej Orange Polska odnotowała 1 290 mln PLN przychodów. Lepiej od naszych założeń wypadły obroty z rozwiązań teleinformatycznych dla przedsiębiorstw, jednak nie spodziewamy się żeby te zmiany były powtarzalne w kolejnych kwartałach. Orange Polska czeka repricing na klientach B2B, który będzie widoczny w 2H'15, podobnie jak zakończenie kontraktu z Poczta Polska. Dobrze wyglądają wzrosty ARPU na Internecie stacjonarnym (ARPU wyniosło 61,4 PLN vs. 60,8 PLN kwartał wcześniej co może wynikać z odpływu klientów na tańszych usługach ADSL, którzy częściowo są migrowani do VHBB).

Abonenci Internetu stacjonarnego i ARPU w Orange Polska

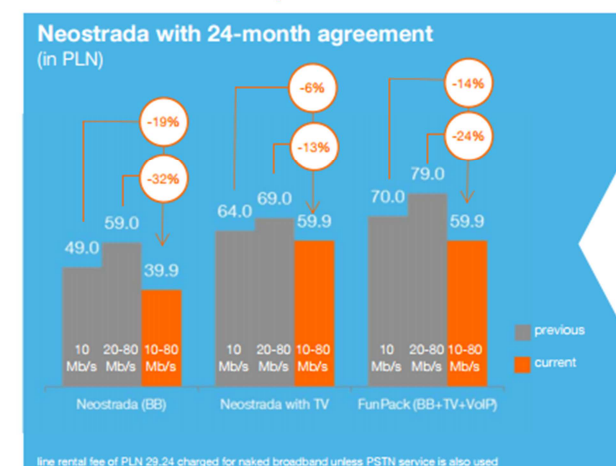


Źródło: Orange Polska

Spółka zaksięgowwała w kwartale 194 mln PLN pozostałych przychodów, co wynika z istotnego wzrostu na projektach infrastrukturalnych (65 mln PLN vs. 17 mln PLN kwartał wcześniej). Podejrzewamy, że w kwartale doszło do rozliczenia większej części projektów budowy sieci szerokopasmowych (m.in. na Warii i Mazurach). Orange, jak napisano w prezentacji, nie spodziewa się że ten trend będzie kontynuowany w 2H'15. W bazie kosztowej wyróżniają się dość duże koszty sprzedaży (662 mln PLN vs. 648 mln PLN nasze oczekiwania i 610 mln PLN rok wcześniej). Zwracamy także uwagę na pozostałe przychody i koszty operacyjne, które wyniosły 386 mln PLN (tj. były nieznacznie wyższe R/R po 10% spadku w 1Q'15). Orange zaksięgowowało amortyzację na poziomie 733 mln PLN w kwartale, nieco wyższe koszty finansowe i podatek od naszych założeń. Ostatecznie wynik netto wyniósł 126 mln PLN. Wskaźnik długu netto/EBITDA wyniósł na koniec 2Q'15 1,1x, Orange wygenerowało w tym okresie 379 mln PLN organicznego CF (vs. 325 mln PLN).

Podsumowując wyniki, widzimy nastawienie Orange Polska na budowę bazy klientów w rejonie usług mobilnych kosztem wysokiej aktywności komercyjnej oraz spadku ARPU, co oceniamy pozytywnie. Sądzymy, że ze względu na istotne obniżki cen usług mobilnych wprowadzanych przez innych operatorów (zwłaszcza przez Cyfrowy Polsat) spółka nie jest w stanie utrzymać cen swoich usług. Obniżka prycingu wraz z nastawieniem na pozyskanie nowych klientów jest właściwą strategią. Ze względu na brak szybkich technologii FTTH oraz przy tanich usługach LTE będących alternatywą dla ADSL, Orange zdecydowała się na istotne obniżenie cen swoich usług. Strategia Orange Polska przypomina nam działania Cyfrowego Polsatu. Spółka nastawia się na usługi konwergentne i budowę ARPU per klient. Dopiero w 3Q'15 widoczne będą efekty dużej obniżki cen z końca czerwca'15. Po pierwsze Orange Polska zdecydowała się obniżyć ceny Neostrady (dotychczas z niższych cen Neostrady mogli korzystać mieszkańcy 76 gmin, w których jesienią 2014 Internet został uwolniony z ograniczeń regulacyjnych). W omawianej promocji telekom proponuje jeden, niższy abonament dla wszystkich opcji prędkości. Szybki domowy internet o prędkości nawet do 80 Mbs - bez limitów transferu danych można kupić 39,90 PLN miesięcznie. Obniżka sięga nawet 32%. Niższe są także ceny FunPacku, czyli pakietu składającego się z Neostrady, telewizji i telefonu domowego. Można go kupić za 59,90 PLN miesięcznie, niezależnie od wybieranej opcji prędkości internetu - do 10, do 20 lub do 80 Mb/s (24% taniej niż wcześniej).

Obniżka cen Neostrady



Źródło: Orange Polska

Użytkownicy Neostrady (także zawartej w pakietach, np. w FunPacku) lub telefonu domowego w Orange zyskują też bardzo korzystną ofertę na telefon komórkowy. Smart Plan Open to trzy atrakcyjne propozycje abonamentowe, odpowiadające na różne potrzeby klientów. Każdy z nich jest aż o 30 PLN tańszy niż w standardowej ofercie. Dla przykładu w Super Smart Planie Open (oferta bez telefonu), klienci otrzymują nielimitowane rozmowy i SMS-y i MMS-y do wszystkich sieci, bezpieczny i nielimitowany Internet w telefonie (po wykorzystaniu pakietu 5GB prędkość Internetu jest niższa, ale klient nie ponosi już żadnych opłat za połączenia z siecią), a także pakiet roamingowy: 400 minut na rozmowy i 100 MB na Internet w krajach UE. Abonament wynosi tylko 29,99 PLN.

Nowa oferta Orange Polska

	Super Smart Plan Open (bez telefonu komórkowego)	Smart Plan Halo Open (z telefonem komórkowym)	Smart Plan Multi Open (z telefonem komórkowym)
Nielimitowane rozmowy do wszystkich sieci	tak	800 min tak	tak
Nielimitowane SMS-y i MMS-y do wszystkich sieci mobilnych	tak	nielimitowane SMS-y do 800 MMS-ów	tak
Bezpieczny internet w telefonie	do 2 GB za 0 zł do 5 GB za 0 zł	do 100 MB za 5 zł do 500 MB za 10 zł do 1 GB za 15 zł	do 2 GB za 0 zł do 5 GB za 0 zł
Roaming w UE	400 minut na rozmowy wychodzące i przychodzące oraz 100 MB do wykorzystania w krajach UE	Pakiet do 400 minut na rozmowy wychodzące i przychodzące w roamingu	Pakiet 400 minut na rozmowy wychodzące i przychodzące w roamingu
Dodatkowe usługi	-	Ochrona Wyświetlacza przez miesiąc, później 4,99 zł / miesiąc	Nawigacja Orange na zawsze Ochrona Wyświetlacza przez miesiąc, później 4,99 zł / miesiąc
Dodatkowe korzyści dla klientów przenoszących numer	Abonament za 0 zł do czasu przeniesienia numeru		
Abonament miesięczny	59,99 zł 29,99 zł	69,98 zł 39,98 zł	89,98 zł 59,98 zł

Źródło: Orange Polska

Zwracamy uwagę klientów na potencjał dosprzedażowy w Orange Polska: tylko 26% klientów Internetu stacjonarnego korzysta z usług mobilnych grupy. Zakładamy, że nowa strategia cenowa przyniesie korzyści w kolejnych kwartałach w postaci mniej intensywnego odpływu klientów na ADSL, wzrostu bazy abonentów usług mobilnych. Mimo to zakładamy delikatny spadek przychodów z broadbandu w 2016 r. R/R ze względu na spadek prycingu. Baza klientów Orange Open powinna się powiększać (w 2Q'15 aktywność w Orange Open była w kwartale mniejsza: przybyło 36 tys. klientów netto, vs. wzrosty rzędu 50-60 tys. w poprzednich kwartałach).

Wyniki Orange Polska za 3Q'14

(mln PLN)	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	r/r
Przychody razem	3 084	3 046	3 087	2 930	3 013	-2,3%
Usługi telefonii komórkowej	1 456	1 425	1 394	1 367	1 380	
Sprzedaż sprzętu	110	128	146	138	149	
Usługi telefonii stacjonarnej	1 386	1 373	1 341	1 306	1 290	
Pozostałe przychody	132	120	206	119	194	
EBIT	200	277	118	246	232	16,0%
marża	6,5%	9,1%	3,8%	8,4%	7,7%	
EBITDA	996	1 040	898	959	959	-3,7%
marża	32,3%	0,0%	29,1%	32,7%	31,8%	
skorygowana EBITDA	1 040	1 069	861	960	959	-7,8%
marża	33,7%	0,0%	27,9%	32,8%	31,8%	
Koszty finansowe, netto	-118	-85	-83	-58	-76	
Podatek dochodowy	12	-52	-5	-17	-30	
Skonsolidowany zysk netto	94	140	30	171	126	34,04%

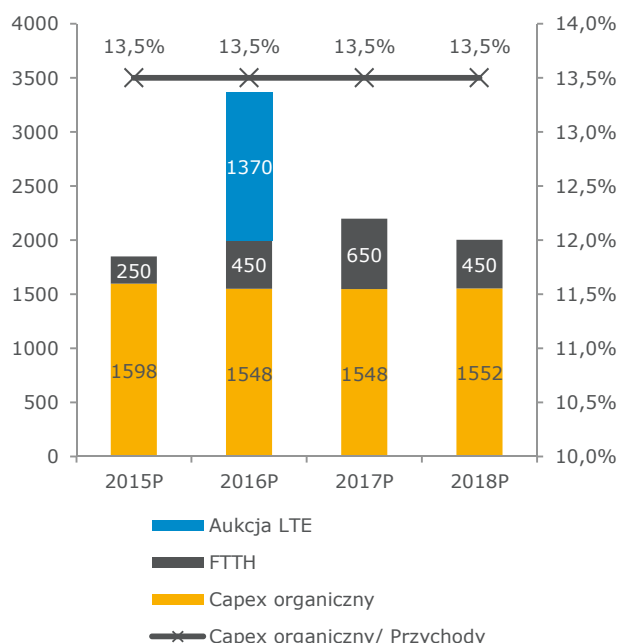
Źródło: Orange Polska, *dane pro forma

Free Cash Flow i dywidenda

CFO operacyjny w 1H'15 wyniósł 691 mln PLN i był niższy o 6% R/R (tj. o 45 mln PLN). Spadek wynika głównie ze zmian w kapitale obrotowym: w 2Q'14 odpłynęło 79 mln PLN vs. 126 mln PLN rok później. Niższe odsetki w 2Q'15 R/R odrobiły straty z mniejszej dochodowości biznesu. Organiczny FCF Orange Polska był w 2Q'14 na poziomie 379 mln PLN i 531 mln PLN w całym półroczu (vs. odpowiednio 325 mln PLN i 157 mln PLN), jednak częściowo był osiągnięty przez sprzedaż aktywów (88 mln PLN w 1H'15 vs. 34 mln PLN rok wcześniej). Orange Polska podtrzymała cel organicznego CF na cały rok na poziomie 900 mln PLN, co implikuje wygenerowanie 369 mln PLN w 2H'15 (vs. 667 mln PLN w 2H'14 i 301 mln PLN bez wpływu sprzedaży nieruchomości). Spodziewamy się, że wynik nie jest zagrożony.

Kluczowym pytaniem odnośnie Orange Polska jest jej potencjał dywidendowy. Na konferencji powynikowej prezes Nowoński (CFO) poinformował, że poziom dług netto/EBITDA na poziomie 1,5x może zostać przekroczony w krótkim i średnim terminie (jako średni termin zdefiniował okres dłuższy niż 12 miesięcy). Kara nałożona przez Komisję Europejską (126 mln EUR + odsetki) oraz wydatek na LTE ma kluczowe znaczenie poziom długu w spółce. W scenariuszu bazowym zakładamy, płatność 1,30 mld PLN w 2016 r. (w miejsce 2015 r.) oraz płatność kary dopiero w 2017 r. Sądymy, że spółka przyspieszy inwestycje w FTTH i zainwestuje kolejne 1,10 mld PLN w podłączenia FTTH w ciągu 2016-17.

CAPEX Orange Polska w 2015P-2018P



Źródło: założenia Domu Maklerskiego mBanku

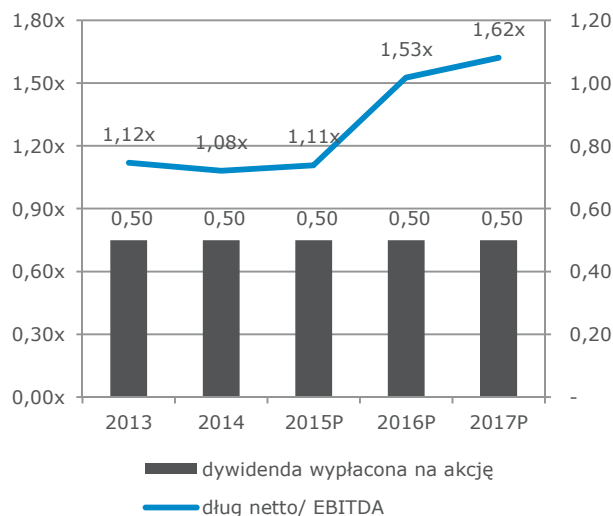
W ten sposób wskaźnik długu netto/EBITDA będzie wyższy niż 1,5x przez okres około 1 roku, ale spodziewamy się tego dopiero w okresie 2016-17 (częściowo ze względu na inwestycje w FTTH). Sądymy, że spółka podtrzyma poziom dywidendy = 0,50 PLN z zysku za rok 2015.

Założenia dywidendy vs. konsensus

(PLN)	2015	2016	2017	2018
konsensus	0,47	0,46	0,56	0,54
mDM	0,50	0,50	0,50	0,50

Źródło: założenia Domu Maklerskiego mBanku

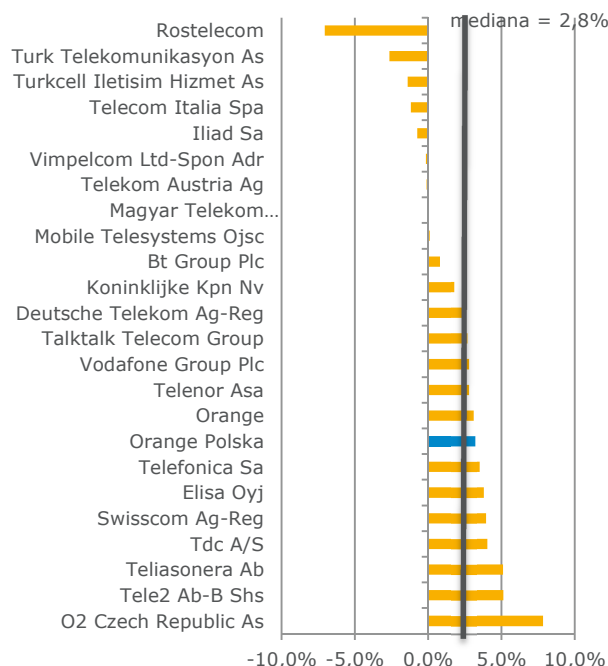
Dywidenda i poziom długu w Orange Polska



Źródło: założenia Domu Maklerskiego mBanku

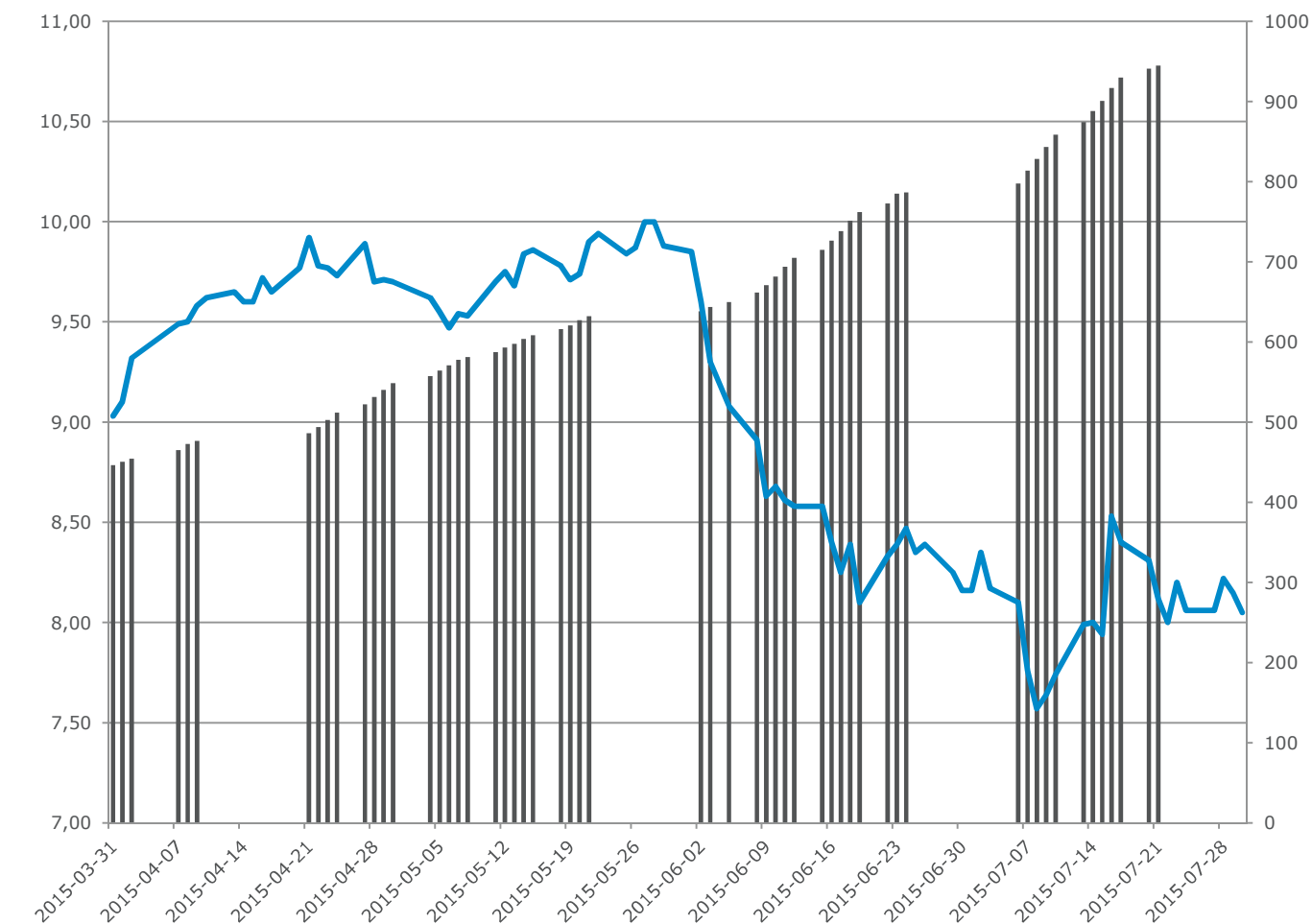
Obawy o obniżkę dywidendy są naszym zdaniem kluczowym powodem spadku notowań Orange Polska od początku czerwca'15. Konsensus rynkowy (podobnie jak mDM) zakładał CAPEX na poziomie ok. 550 - 650 mln PLN, (przebiecie poziomów 600 mln PLN płaconych za jedno pasmo z zakresu 800 MHz mogły dodatkowo wywołać obawy inwestorów o dywidendę). Przerwanie aukcji LTE oddali w czasie CAPEX na częstotliwości (który może być niższy niż obecny poziom cen w aukcji), co może wywołać pozytywną reakcję na kursie Orange Polska. Ponadto zwracamy uwagę na pozycję spółki w zakresie wypłacanej dywidendy vs. inni operatorzy europejscy. Dla wybranych spółek obliczyliśmy wysokość spreadu pomiędzy oferowanym dividend yield (DYield) a stopą wolną od ryzyka (RFR) dla danej spółki. Różnica ta dla Orange Polska jest na poziomie 3,2% dla 2015 roku vs mediana 2,8%.

Spread między DYield'15 a RFR



Źródło: założenia Domu Maklerskiego mBanku, Bloomberg

Notowania Orange Polska w ciągu ostatnich 84 sesji (lewa skala, PLN) na tle średnie ceny w sukcyi LTE za 1 pasmo z zakresu 800 MHz (prawa skala, mln PLN)



Źródło: UKE, Bloomberg

Wycena

Wartość spółki Orange Polska szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Orange Polska szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 10,20 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	9,33
Wycena DCF	50%	9,85
	cena wynikowa	9,59
	cena docelowa za 9 m-cy	10,20

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Orange Polska w latach 2015-2024.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Wyznaczamy tempo wzrostu FCF po okresie prognozy na poziomie 0,0%.
- W wycenie DCF używamy estymacji długu netto na koniec 2014 skorygowanego dodatkowo o dywidendę = 656 mln PLN wypłaconą w lipcu'15 w wysokości 4,90 mld PLN.
- W okresie rezydualnym zakładany CAPEX przewyższa poziom amortyzacji, gdyż amortyzacja odnosi się także do nakładów jednorazowych.
- CAPEX w okresie 2015 korygujemy o dezinvestycje nieruchomości.
- Nakłady na pasma LTE założyliśmy w wysokości 1,3 mld PLN w roku 2016, płatność kary w wysokości 508 mln PLN założyliśmy w roku 2017 r., CAPEX na FTTH przyjęliśmy w terminie 2015-2019 w wysokości 2,25 mld PLN.

Model DCF

(mln PLN)	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2024+
Przychody ze sprzedaży	11 835	11 468	11 464	11 493	11 494	11 495	11 496	11 504	11 518	11 540	
zmiana	-3,1%	-3,1%	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%	
EBIT	716	637	835	1 001	983	1 013	1 013	1 008	1 011	1 020	
marża EBIT	6,0%	5,6%	7,3%	8,7%	8,5%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	
Opodatkowanie EBIT	136	121	159	190	187	193	192	192	192	194	
NOPLAT	580	516	677	811	796	821	820	817	819	826	
Amortyzacja	2 909	2 712	2 561	2 451	2 377	2 334	2 320	2 316	2 309	2 302	
CAPEX	-1 750	-3 268	-2 098	-1 902	-2 002	-1 552	-1 610	-1 611	-1 613	-1 616	
Kapitał obrotowy i inne	-530	-130	-629	-113	-104	-96	-96	-96	-96	-96	
FCF	1 209	-170	510	1 247	1 067	1 507	1 435	1 426	1 419	1 417	1 417
WACC	7,2%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%
współczynnik dyskonta	97,2%	90,8%	85,0%	79,5%	74,3%	69,4%	64,8%	60,5%	56,4%	52,6%	49,0%
PV FCF	1 175	-155	434	991	793	1 046	930	862	800	745	10 196
WACC	7,2%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	26,8%	31,7%	33,4%	31,8%	31,0%	29,5%	28,3%	27,1%	25,7%	24,3%	24,3%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	0,0%
Wartość rezydualna (TV)	19 401
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	10 196
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	7 622
Wartość firmy (EV)	17 818
Dług netto (koniec 2013)	4 896
Inne aktywa nieoperacyjne	0
Udziałowcy mniejszościowi	2
Wartość firmy	12 920
Liczba akcji (mln)	1 312
Wartość firmy na akcję (PLN)	9,8
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa	10,5

EV/EBITDA('15) dla ceny docelowej	5,1
P/E('15) dla ceny docelowej	38,5
Udział TV w EV	57%

* po korekcie o dywidendę

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
WACC +1,0p.p.	7,7	8,3	9,1	10,1	11,5
WACC +0,5p.p.	8,2	8,9	9,8	10,9	12,5
WACC	8,7	9,5	10,5	11,8	13,6
WACC -0,5p.p.	9,3	10,1	11,3	12,8	14,9
WACC -1,0p.p.	9,9	10,9	12,1	13,9	16,4

Wycena porównawcza

Zmieniamy nasze podejście do wyceny porównawczej. Poprzednio wycenę opieraliśmy na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E z wagami odpowiednio 50% i 50%. Sądzymy jednak, że właściwszym podejściem jest sporządzanie wyceny w oparciu o wskaźniki EV/EBITDA i DivYield-RFR, gdyż informacje o dywidendzie są kluczowym czynnikiem wpływającym na kurs akcji Orange Polska. Dyskonto przyjmowane do tej pory do wskaźnika EV/EBITDA, tj. 15% pozostaje bez zmian.

Wyraża ono fakt, że istotną część wyniku EBITDA generowanego przez telefonię stacjonarną, implikuje wyższe ryzyko spółki vs. spółki z większym udziałem telefonii mobilnej. Ponadto Orange Polska było notowane z dyskontem do telekomów z krajów zachodnich, co naszym zdaniem spowodowane jest większą presją regulacyjną oraz dużym rozdrobnieniem rynku. Dla lat 2015, 2016 i 2017 przyjmujemy równe wagi.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			Div Yield - RFR		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Belgacom Sa	7,1	7,3	7,3			
Bt Group Plc	6,2	6,0	5,9	0,8%	1,1%	1,4%
Deutsche Telekom Ag-Reg	6,0	5,9	5,8	2,5%	2,8%	3,2%
Elisa Oyj	8,9	8,8	8,8	3,7%	3,8%	3,9%
Iliad Sa	8,9	7,7	6,7	-0,8%	-0,7%	-0,3%
Koninklijke Kpn Nv	8,1	8,5	8,6	1,9%	2,4%	3,0%
Mobile Telesystems Ojsc	3,5	3,4	3,3	0,1%	0,6%	1,0%
Orange	5,3	5,4	5,4	3,0%	3,1%	3,4%
Portugal Telecom Sgps Sa-Reg	0,8	0,7	0,9			
Rostelecom	4,4	4,3	4,2	-7,2%	-7,1%	-6,4%
Swisscom Ag-Reg	8,6	8,5	8,4	3,9%	4,1%	4,1%
Talktalk Telecom Group	16,0	11,4	9,3	2,5%	3,2%	3,7%
Tdc A/S	6,1	5,9	6,0	4,0%	4,0%	4,1%
Tele2 Ab-B Shs	8,6	8,3	7,8	5,1%	5,5%	6,1%
Telecom Italia Spa	5,7	5,8	5,8	-1,2%	-0,7%	-0,5%
Telefonica Sa	6,4	6,2	6,1	3,4%	3,4%	3,5%
Telekom Austria Ag	5,1	4,9	4,7	-0,1%	1,6%	2,3%
Telenor Asa	7,1	6,9	6,6	2,8%	3,2%	3,7%
Teliasonera Ab	8,3	8,1	8,0	5,1%	5,2%	5,4%
Turk Telekomunikasyon As	5,4	5,2	5,1	-2,5%	-1,2%	-0,2%
Turkcell Iletisim Hizmet As	6,1	5,7	5,3	-1,3%	-4,5%	-3,8%
Vimpelcom Ltd-Spon Adr	4,1	4,3	4,3	-0,1%	0,7%	1,6%
Vodafone Group Plc	5,4	5,9	5,7	2,8%	2,9%	3,0%
Magyar Telekom Telecommunica	3,9	3,9	3,9	7,7%	8,5%	8,9%
Maksimum	16,0	11,4	9,3	7,7%	8,5%	8,9%
Minimum	0,8	0,7	0,9	-7,2%	-7,1%	-6,4%
Mediana	6,1	5,9	5,8	2,5%	2,8%	3,0%
Orange Polska	4,1	4,8	4,9	3,2%	3,2%	3,2%
premia / dyskonto	-32%	-19%	-16%	29%	13%	7%

Źródło: Bloomberg, szacunki własne Domu Maklerskiego mBanku

Rachunek wyników

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	14 114	12 923	12 212	11 835	11 468	11 464	11 493
zmiana	-5,4%	-8,4%	-5,5%	-3,1%	-3,1%	0,0%	0,3%
Usługi telefonii komórkowej	6 820	6 110	5 713	5 484	5 371	5 378	5 428
Sprzedaż sprzętu do telefonii komórkowej	141	149	427	630	630	630	630
Usługi telefonii stacjonarnej	560	607	552	665	660	660	660
Usługi stacjonarne	6 593	6 057	5 520	5 055	4 806	4 796	4 775
EBITDA	4 830	3 904	4 076	3 625	3 349	3 396	3 452
marża	34,2%	30,2%	33,4%	30,6%	29,2%	29,6%	30,0%
skorygowana EBITDA	4 857	4 084	3 921	3 527	3 249	3 296	3 352
marża	34,4%	31,6%	32,1%	29,8%	28,3%	28,8%	29,2%
Amortyzacja	3267	3107	3073	2909	2712	2561	2451
EBIT	1 547	788	986	716	637	835	1 001
marża	11,0%	6,1%	8,1%	6,0%	5,6%	7,3%	8,7%
Dział. Finansowa	-556	-478	-405	-275	-278	-297	-279
Zysk brutto	991	310	581	441	359	538	722
marża	7,0%	2,4%	4,8%	3,7%	3,1%	4,7%	6,3%
Podatek	-163	-16	-46	-84	-68	-102	-137
Zysk netto	828	294	535	357	291	436	585
marża	5,9%	2,3%	4,4%	3,0%	2,5%	3,8%	5,1%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1316	1312	1312	1312	1312	1312	1312
EPS	0,63	0,22	0,41	0,27	0,22	0,33	0,45
CEPS	3,11	2,59	2,75	2,49	2,29	2,28	2,31
ROAE	3,2%	1,3%	2,4%	1,6%	1,3%	2,0%	2,8%
ROAA	6,4%	2,3%	4,3%	2,9%	2,4%	3,8%	5,1%

Bilans

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
AKTYWA	24 163	22 802	22 104	21 755	21 840	21 182	20 795
Majątek trwały	21 953	20 725	19 888	18 690	19 222	18 761	18 214
Wartość firmy	4 016	3 940	3 940	3 940	3 940	3 940	3 940
Pozostałe wartości niematerialne	2 967	3 081	3 215	3 056	3 154	3 100	3 032
Środki trwałe	13 951	12 768	11 715	10 715	11 172	10 764	10 282
Instrumenty pochodne	127	4	70	36	36	36	36
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	878	923	934	910	886	887	890
Inne	14	9	14	34	34	34	34
Majątek obrotowy	2 210,0	1 852,0	2 216,0	3 064,2	2 617,1	2 421,7	2 581,4
Zapasy	194,0	200,0	198,0	221,3	218,7	217,2	216,4
Należności handlowe	1 413,0	1 199,0	1 510,0	1 842,4	1 849,2	1 841,5	1 837,2
Czynne rozliczenia międzyokresowe kosztów	67,0	88,0	71,0	119,0	119,0	119,0	119,0
Inne	130,0	167,0	189,0	189,0	189,0	189,0	189,0
Środki pieniężne	406,0	198,0	248,0	692,5	241,3	54,9	219,9
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	0,0	225,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
PASYWA	24 163	22 802	22 104	21 755	21 840	21 182	20 795
Kapitał własny	12 958	12 631	12 398	12 099	11 734	11 514	11 443
Zobowiązania długoterminowe	4 703,0	2 800,0	4 997,0	4 454,0	5 036,3	5 226,0	5 020,2
Zobowiązania handlowe	751,0	921,0	866,0	864,3	854,2	848,3	845,0
Kredyty i obligacje	2 990,0	1 236,0	3 288,0	2 868,0	3 468,0	3 668,0	3 468,0
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	375,0	296,0	345,0	276,5	272,5	270,1	268,8
Rezerwy	263,0	313,0	303,0	310,2	306,7	304,6	303,4
Inne	324,0	34,0	195,0	135,0	135,0	135,0	135,0
Zobowiązania krótkoterminowe	6502,0	7333,0	4709,0	5201,5	5069,1	4442,4	4331,8
Zobowiązania handlowe	2228,0	1921,0	2006,0	1920,6	1797,1	1683,5	1575,8
Kredyty i obligacje	2195,0	3343,0	1143,0	1677,0	1677,0	1677,0	1677,0
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	213,0	187,0	179,0	230,0	230,0	230,0	230,0
Rezerwy	953,0	899,0	790,0	761,9	753,0	239,9	237,0
Przychody przyszłych okresów	516,0	427,0	402,0	407,0	407,0	407,0	407,0
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	123,0	95,0	58,0	28,0	28,0	28,0	28,0
Pozostałe	274,0	461,0	131,0	177,0	177,0	177,0	177,0
Dług	5 453,0	4 771,0	4 488,0	4 597,0	5 197,0	5 397,0	5 197,0
Dług netto	5 047,0	4 573,0	4 240,0	3 904,5	4 955,7	5 342,1	4 977,1
(Dług netto / Kapitał własny)	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4
(Dług netto / EBITDA)	1,0	1,1	1,1	1,1	1,5	1,6	1,5
BVPS	9,8	9,6	9,4	9,2	8,9	8,8	8,7

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przepływy operacyjne	1 879	3 292	2 753	2 638	2 773	2 267	2 823
Zysk netto	828	294	535	357	291	436	585
Amortyzacja	3 267	3 107	3 073	2 909	2 712	2 561	2 451
Dział. finansowa	489	376	-28	0	0	0	0
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	-885	-75	-255	-468	-138	-110	-106
Pozostałe	-1 820	-410	-572	-160	-93	-619	-108
Przepływy inwestycyjne	-2 742	-2 166	-1 745	-1 652	-3 168	-1 998	-1 802
CAPEX	-2 334	-2 180	-2 153	-1 848	-3 368	-2 198	-2 002
Pozostałe	-408	14	408	196	200	200	200
Przepływy finansowe	-1 620	-1 324	-965	-542	-56	-456	-856
Dług	248	-606	-309	114	600	200	-200
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-2 204	-258	-656	-656	-656	-656	-656
Pozostałe	336	-460	0	0	0	0	0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-2 483	-198	43	444	-451	-186	165
Środki pieniężne na koniec okresu	406	198	248	692	241	55	220
DPS (PLN)	1,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
FCF	-863	1 126	1 008	986	-395	270	1 021
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	16,5%	16,9%	17,6%	15,6%	29,4%	19,2%	17,4%

Wskaźniki rynkowe

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
P/E	12,9	36,2	19,9	29,8	36,6	24,4	18,2
P/CE	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/BV	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/S	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
FCF/EV	-5,5%	7,4%	6,8%	6,8%	-2,5%	1,7%	6,5%
EV/EBITDA	3,2	3,7	3,8	4,1	4,8	4,9	4,7
EV/EBIT	10,2	19,3	15,1	20,3	24,5	19,2	15,6
EV/S	1,1	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4
DYield	18,5%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Cena (PLN)	8,12	8,12	8,12	8,12	8,12	8,12	8,12
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1316,0	1312,0	1312,0	1312,0	1312,0	1312,0	1312,0
MC (mln PLN)	10 686	10 653	10 653	10 653	10 653	10 653	10 653
EV (mln PLN)	15 733	15 226	14 893	14 558	15 609	15 995	15 631

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:

KUPUJ - 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 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. 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 abonamentową 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 Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybała
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