

piątek, 29 listopada 2019 | aktualizacja raportu

# Orange Polska: akumuluj (obniżona)

**OPL PW; OPL.WA | Telekomunikacja, Polska**

## Poprawa sytuacji kredytowej, dalsza redukcja kosztów

Notowania Orange Polska wzrosły o 30,8% od początku roku (+36,6 p.p. vs. WIG20). Rynek uwierzył w nasze niekonsensusowe podejście do Spółki, jednak pomimo tego, dalej wierzymy w jej wzrostowy potencjał. Głównym argumentem jest (1) poprawa sytuacji kredytowej grupy. Zadłużenie netto (ex. MSSF16)/EBITDAaL na koniec 3Q'19 wyniosło 2,2x. Orange ma wciąż >1 mld PLN w nieruchomościach do sprzedaży i korzysta z dobrej koniunktury by monetyzować swoją bazę aktywów. W tym kontekście ryzyko aukcji 5G w 2020 r. nie powinno być przesadnie dyskutowane. Dodatkowo zwracamy uwagę na (2) konsekwentne cięcia kosztów w grupie. Orange ogłosiło ostatnio rozpoczęcie rozmów ze związkami w sprawie kolejnej redukcji etatów, co pozwoli na wzrost wyników w 2020 r. pomimo inflacji płac i energii. Stąd, szacujemy wzrost EBITDaL na 4,1% R/R i liczymy na ogłoszenie dalszych inicjatyw oszczędnościowych w grupie na początku 2020 r. Dodatkowo, (3) spółka na konferencji po 3Q'19 potwierdziła plan zmniejszenia nakładów na FTTx, de facto samowolnie odniosła się do kwestii dywidendy, co powinno pobudzić sentyment inwestorów. Aktualizujemy nasze prognozy finansowe i nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 7,40 PLN, co implikuje 14,6% potencjał wzrostu. Tym samym obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj. Orange Polska jest obecnie notowane na EV/EBITDA'19 = 5,1x, z wyraźnym dyskontem do telekomów z regionu CEE, jak i zachodnich peersów.

### Redukcja etatów

Orange Polska rozpoczął rozmowy ze związkami zawodowymi o skali redukcji zatrudnienia w latach 2020–2021. Ostatnie porozumienie z końca 2017 r. zakładało cięcie do 2680 etatów. Tym razem zakładamy odejście do 1700 pracowników, na co spółka przeznaczyć powinna ok. 135 mln PLN. Taka skala odejść, nawet przy jednoczesnej inflacji płac, powinna zmitygować częściowo inflację kosztów (w tym zwłaszcza kosztów energii) oraz negatywny wpływ cięcia stawek FTR (zakładamy od połowy 2020 r.).

### Spekulacje o separacji wież w spółce matce Orange

Francuska grupa Orange wg spekulacji prasowych przygotowuje się do wyseparowania swoich wież mobilnych. Sprzedaż infrastruktury Orange Polska pozytywnie wpłynęłaby na notowania telekomu. Spółka mogłaby wykorzystać środki ze sprzedaży na inwestycję w FTTx, a niższy dług netto wpłynęłby też na wskaźniki wyceny. Na chwilę obecną jesteśmy jeszcze przed decyzją francuskiej matki Orange, jednak sądzimy, że same spekulacje pozytywnie wpłyną na tzw. sentyment do Spółki.

### Aukcja 5G – nie będzie drogo?

UKE zaprezentowało projekt podziału dostępnego pasma C (3,4-3,8 GHz) na cztery bloki po 80 MHz, które przypadną uczestnikom postępowania. Dwa z nich – bloki C i D – będą ograniczone przez aktualne użycie pasma. Oceniamy, że ograniczenia nie są na tyle istotne by spowodować wysokie ceny w aukcji. UKE przewiduje minimalne wpływy z aukcji na 1 mld PLN. My konserwatywnie zakładamy 844 mln PLN/operator (łącznie 3,4 mld PLN).

(mln PLN)	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P
Przychody	11 381,0	11 087,0	11 381,3	11 552,2	11 689,9
EBITDA	2 807,0	2 886,0	3 292,5	3 225,2**	3 418,0
marża EBITDA	24,7%	26,0%	28,9%	27,9%	29,2%
EBIT	229,0	345,0	660,5	640,0	878,8
Zysk netto	-60,0	10,0	278,7	254,2	462,7
P/E	-	-	30,4	33,3	18,3
P/CE	3,4	3,3	2,9	3,0	2,8
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,3	5,3	5,1	5,2	4,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,9%

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

\*\* 3360,2 mln PLN po oczyszczeniu o 135 mln PLN kosztów odpraw dla pracowników

Cena bieżąca	6,46 PLN
Cena docelowa	7,40 PLN
Kapitalizacja	8 476 mln PLN
Free float	4 181 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	15,3 mln PLN

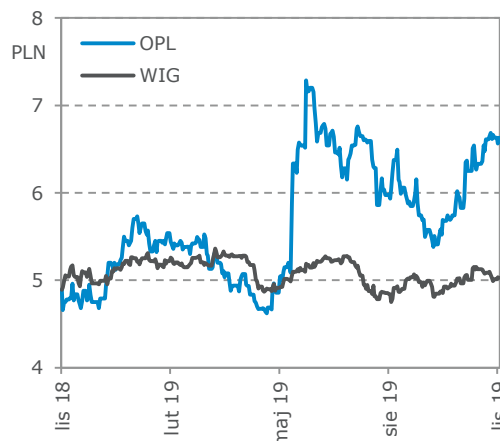
### Struktura akcjonariatu

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	7,40	7,50	akumuluj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Orange Polska	6,46	7,40	+14,6%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
	Przychody	+1,1%	+1,1%
EBITDAaL	+3,2%	+1,5%*	+0,3%

\* bez kosztów odpraw dla pracowników

### Analitik:

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

## Wycena

Wartość spółki Orange Polska szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Spółki w perspektywie 9 miesięcy szacujemy na poziomie 7,40 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	7,06
Wycena DCF	50%	6,86
	cena wynikowa	6,96
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>7,40</b>

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Orange Polska w latach 2019-2028.
- 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 2018 r. w wysokości 6 939 mln PLN (z wyłączeniem leasingów).
- W wielkości amortyzacji pomijamy amortyzację praw do użytkowania, stąd nie zwiększamy nakładów o wartość płatności leasingowych.
- W nakładach inwestycyjnych uwzględniamy korzyści ze sprzedaży nieruchomości.

## Model DCF

(mln PLN)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	+
Przychody ze sprzedaży	11 381	11 552	11 690	11 884	12 082	12 282	12 472	12 654	12 839	13 024	
zmiana		1,5%	1,2%	1,7%	1,7%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	
EBIT	661	640	879	958	1 064	1 233	1 370	1 485	1 595	1 701	
marża EBIT	5,8%	5,5%	7,5%	8,1%	8,8%	10,0%	11,0%	11,7%	12,4%	13,1%	
Opodatkowanie EBIT	126	122	167	182	202	234	260	282	303	323	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	535	518	712	776	862	999	1 110	1 203	1 292	1 378	
Amortyzacja	2 342	2 295	2 249	2 204	2 160	2 095	2 033	1 972	1 912	1 855	
CAPEX	-2 092	-2 734	-1 695	-3 231	-1 834	-1 882	-1 894	-1 908	-2 272	-1 964	
Kapitał obrotowy	71	-58	-91	-63	-63	-62	-61	-61	-60	-60	
FCF	855	22	1 175	-314	1 126	1 150	1 187	1 206	872	1 209	1 209
WACC	6,7%	6,6%	6,7%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	
współczynnik dyskonta	99,2%	93,0%	87,2%	81,8%	76,7%	71,9%	67,3%	63,0%	59,0%	55,3%	
PV FCF	849	20	1 024	-257	863	826	799	760	515	668	

WACC	6,6%	6,6%	6,7%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%
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	38,4%	39,2%	37,0%	40,4%	38,4%	37,5%	36,5%	35,2%	36,7%	36,8%	36,8%
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)	18 004
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	10 003
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	5 942
Wartość firmy (EV)	15 945
Dług netto (koniec 2018 r.)	6 939
Inne aktywa nieoperacyjne	0
Udziałowcy mniejszościowi	2
Wartość firmy	9 004
Liczba akcji (mln)	1312
Wartość firmy na akcję (PLN)	6,9
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>7,3</b>

EV/EBITDA('19) dla ceny docelowej	4,8
P/E('19) dla ceny docelowej	32,3
Udział TV w EV	63%

## Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC +1,0 p.p.	4,8	5,2	5,6	6,1	6,7
WACC +0,5 p.p.	5,4	5,9	6,4	7,0	7,7
WACC	6,2	6,7	<b>7,3</b>	8,0	8,8
WACC -0,5 p.p.	7,0	7,6	8,3	9,2	10,2
WACC -1,0 p.p.	8,0	8,7	9,5	10,5	11,8

## Wycena porównawcza

Wycenę opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA i DYield-RFR z wagami 67% i 33% (stąd przy braku dywidendy składowa do wyceny na wskaźniku DYield-RFR dla lat 2019 i 2020 wynosi 0 PLN). Dla lat 2019, 2020 i 2021 przyjmujemy równe wagi w przypadku wskaźnika EV/EBITDA oraz wagę 100% w roku 2021 przypadku wskaźnika DYield-RFR.

### Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			DYield-RFR		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
BT GROUP PLC	5,2	4,9	4,9	7,3%	7,3%	6,1%
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	6,5	6,2	5,9	4,8%	5,0%	5,3%
ILIAD SA	7,9	7,3	6,7	0,9%	0,9%	1,0%
KONINKLIJKE KPN NV	4,9	4,9	4,7	4,9%	5,1%	5,5%
MOBILE TELESYSTEMS OJSC	4,7	4,6	4,4	4,8%	5,6%	5,4%
ORANGE	6,1	6,0	5,9	4,8%	5,1%	5,3%
ORANGE BELGIUM	5,8	5,5	5,3	2,7%	3,0%	3,3%
ROSTELECOM	4,3	4,1	3,9	-0,2%	0,0%	0,5%
TALKTALK TELECOM GROUP	9,2	8,4	8,0	1,9%	1,8%	1,8%
TELE2 AB-B SHS	13,3	12,6	12,0	6,1%	5,1%	5,4%
TELECOM ITALIA SPA	5,9	5,9	5,8	-0,9%	-0,9%	-0,5%
TELEFONICA SA	6,0	5,8	5,7	5,5%	5,5%	5,6%
TELEKOM AUSTRIA AG	5,4	5,3	5,1	3,1%	3,3%	3,6%
TELENOR ASA	7,9	7,4	7,2	3,8%	4,0%	4,2%
TURK TELEKOMUNIKASYON AS	3,7	3,4	3,1	-8,6%	-3,3%	1,1%
TURKCELL ILETISIM HIZMET AS	3,9	3,4	3,0	-6,8%	-4,8%	-3,0%
VODAFONE GROUP PLC	7,7	7,4	7,1	7,6%	4,5%	4,1%
O2 CZECH REPUBLIC AS	7,1	7,1	7,2	7,5%	7,6%	7,5%
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	4,3	4,3	4,3	4,2%	4,6%	5,0%
NETIA SA	5,1	4,9	4,7	-2,0%	-2,0%	-0,2%
CYFROWY POLSAT SA	7,3	7,1	6,9	1,4%	1,4%	1,6%
HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA	5,8	5,7	5,6	-	-	-
PLAY COMMUNICATIONS SA	6,3	6,1	5,8	2,4%	2,6%	2,8%
Maksimum	13,3	12,6	12,0	7,6%	7,6%	7,5%
Minimum	3,7	3,4	3,0	-8,6%	-4,8%	-3,0%
Mediana	5,9	5,8	5,7	3,5%	3,7%	3,8%
Orange Polska	5,1	5,2	4,8	-3,2%	-3,2%	1,9%
premia / dyskonto	-13,7%	-9,9%	-16,0%	-	-	51,2%

### Implikowana wycena

Mediana	8,5	8,5	8,8	0,0	0,0	3,9
Waga wskaźnika		66,7%			33,3%	
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	0,0%	100,0%

**Wartość spółki na akcję (PLN) 7,06**

**Rachunek wyników\***

(mln PLN)	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	11 381,0	11 087,0	11 381,3	11 552,2	11 689,9	11 883,5	12 081,8
zmiana		-2,6%	2,7%	1,5%	1,2%	1,7%	1,7%
Usługi tylko mobilne	3 373,0	2 726,0	2 596,7	2 541,5	2 516,7	2 502,3	2 488,3
Usługi tylko stacjonarne	2 748,0	2 441,0	2 192,6	2 017,6	1 887,9	1 805,5	1 749,8
Usługi konwergentne	1 068,0	1 296,0	1 559,8	1 793,9	1 977,3	2 155,4	2 332,7
Sprzedaż sprzętu	1 256,0	1 403,0	1 504,7	1 557,4	1 588,5	1 604,4	1 620,5
Pozostałe przychody	2 936,0	3 221,0	3 527,4	3 641,8	3 719,5	3 815,9	3 890,5
Koszty świadczeń pracowniczych		-1 577,0	-1 500,0	-1 466,8	-1 444,0	-1 437,8	-1 413,8
Usługi obce		-6 200,0	-6 484,4	-6 573,3	-6 602,9	-6 673,9	-6 780,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne		-203,0	-245,4	-249,1	-252,0	-256,2	-260,5
Utrata wartości należności i aktywów kontraktowych		-162,0	-132,9	-132,9	-132,9	-132,9	-132,9
Zyski (straty) z tytułu sprzedaży aktywów		192,0	287,0	230,0	160,0	70,0	20,0
Amortyzacja aktywów z tytułu prawa do użytkowania		-277,0	-290,0	-290,0	-290,0	-290,0	-290,0
Koszty odsetkowe od zobowiązań z tytułu leasingu		-51,0	-47,6	-48,4	-48,9	-49,8	-50,6
<b>EBITDAaL</b>	-	2 809,0	2 967,9	3 021,8**	3 079,1	3 112,9	3 174,1
marża	-	25,3%	26,1%	26,2%	26,3%	26,2%	26,3%
<b>EBITDA*</b>	2 807,0	2 886,0	3 292,5	3 225,2	3 418,0	3 452,7	3 514,7
marża	24,7%	26,0%	28,9%	27,9%	29,2%	29,1%	29,1%
Amortyzacja	2 572,0	2 544,0	2 632,0	2 585,2	2 539,3	2 494,3	2 450,2
<b>EBIT</b>	229,0	345,0	660,5	640,0	878,8	958,4	1 064,5
marża	2,0%	3,1%	5,8%	5,5%	7,5%	8,1%	8,8%
Dział. Finansowa	-304,0	-305,0	-317,6	-326,1	-307,6	-337,7	-321,3
<b>Zysk brutto</b>	-75,0	40,0	342,9	313,9	571,2	620,7	743,2
marża	-0,7%	0,4%	3,0%	2,7%	4,9%	5,2%	6,2%
Podatek	15,0	-30,0	-64,2	-59,6	-108,5	-117,9	-141,2
<b>Zysk netto</b>	-60,0	10,0	278,7	254,2	462,7	502,8	602,0
marża			2,4%	2,2%	4,0%	4,2%	5,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0
EPS	-0,05	0,01	0,21	0,19	0,35	0,38	0,46
CEPS	1,91	1,95	2,22	2,16	2,29	2,28	2,33
ROAE	-0,6%	0,1%	2,6%	2,3%	4,2%	4,5%	5,3%
ROAA	-0,3%	0,0%	1,2%	1,0%	1,9%	2,1%	2,4%

\*Lata 2017 i 2018 bez wpływu MSSF16, \*\* bez kosztów odpraw w związku z redukcją zatrudnienia na poziomie 135 mln PLN

## Bilans\*

(mln PLN)	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>AKTYWA</b>	23 486,0	23 295,0	24 133,9	24 339,8	24 420,0	24 550,7	24 781,4
Majątek trwały	19 632,0	19 326,0	20 397,0	20 835,5	20 281,6	21 308,6	20 982,7
Wartość firmy	2 147,0	2 147,0	2 258,0	2 258,0	2 258,0	2 258,0	2 258,0
Pozostałe aktywa niematerialne	5 256,0	4 871,0	4 610,1	4 684,9	4 621,3	4 808,3	4 800,0
Środki trwałe	10 666	10 738,0	10 274,9	10 928,7	10 728,3	11 858,3	11 830,8
Podatek odroczony	813,0	834,0	735,0	735,0	735,0	735,0	735,0
Pozostałe	750,0	736,0	2 519,0	2 229,0	1 939,0	1 649,0	1 359,0
Majątek obrotowy	3 854,0	3 969,0	3 736,9	3 504,3	4 138,5	3 242,1	3 798,7
Zapasy	217,0	240,0	260,3	277,4	287,7	292,5	297,4
Należności handlowe	2 266,0	2 371,0	2 188,0	2 180,9	2 206,9	2 221,0	2 235,5
Inne	725,0	747,0	743,0	743,0	743,0	743,0	743,0
Środki pieniężne	646,0	611,0	545,6	303,0	900,9	-14,4	522,9
<b>PASYWA</b>	23 486,0	23 295,0	24 133,9	24 339,8	24 420,0	24 550,7	24 781,4
Kapitał własny	10 521,0	10 494,0	10 755,9	11 010,1	11 144,8	11 319,5	11 593,5
Zobowiązania długoterminowe	6 940,0	6 846,0	9 535,0	9 455,0	9 375,0	9 295,0	9 215,0
Zobowiązania handlowe	550,0	473,0	337,0	257,0	177,0	97,0	17,0
Pożyczki od jednostki powiązanej	5 485,0	5 258,0	6 613,0	6 613,0	6 613,0	6 613,0	6 613,0
Pozostałe zobowiązania finansowe	68,0	123,0	1 561,0	1 561,0	1 561,0	1 561,0	1 561,0
Inne	837,0	992,0	1 024,0	1 024,0	1 024,0	1 024,0	1 024,0
Zobowiązania krótkoterminowe	6 025,0	5 946,0	3 843,0	3 874,7	3 900,3	3 936,2	3 972,9
Zobowiązania handlowe	2 393,0	2 469,0	2 111,0	2 142,7	2 168,3	2 204,2	2 240,9
Pożyczki od jednostki powiązanej	1 484,0	2 074,0	244,0	244,0	244,0	244,0	244,0
Pozostałe zobowiązania finansowe	87,0	95,0	335,0	335,0	335,0	335,0	335,0
Rezerwy	854,0	217,0	171,0	171,0	171,0	171,0	171,0
Inne	1 207,0	1 091,0	982,0	982,0	982,0	982,0	982,0
Dług*	7 124,0	7 550,0	8 753,0	8 753,0	8 753,0	8 753,0	8 753,0
Dług netto*	6 478,0	6 939,0	8 207,4	8 450,0	7 852,1	8 767,4	8 230,1
Dług netto ex. MSSF16	-	-	6 399,4	6 642,0	6 044,1	6 959,4	6 422,1
(Dług netto / Kapitał własny)	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7
(Dług netto / EBITDA)	2,3	2,4	2,5	2,6	2,3	2,5	2,3
(Dług netto ex. leasingi / EBITDAaL)	-	-	2,2	2,2	2,0	2,2	2,0
BVPS	8,0	8,0	8,2	8,4	8,5	8,6	8,8

\*Lata 2017 i 2018 bez wpływu MSSF16

**Przepływy pieniężne\***

(mln PLN)	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Przepływy operacyjne</b>	2 064,0	1 812,0	2 529,6	2 261,1	2 461,2	2 574,1	2 679,6
Zysk netto	-60,0	10,0	278,9	254,2	462,7	502,8	602,0
Amortyzacja (bez praw do użytkowania)	2 572,0	2 544,0	2 342,0	2 295,2	2 249,3	2 204,3	2 160,2
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	-436,0	142,0	70,7	-58,3	-90,8	-63,0	-62,6
Pozostałe	-12,0	-884,0	-162,0	-230,0	-160,0	-70,0	-20,0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	1 687,0	2 066,0	1 953,0	2 503,7	1 535,3	3 161,3	1 814,3
Capex	1 933,0	2 282,0	2 094,0	2 963,7	1 855,3	3 301,3	1 854,3
Pozostałe	-246,0	-216,0	-141,0	-460,0	-320,0	-140,0	-40,0
<b>Przepływy finansowe</b>	7,0	219,0	-642,0	0,0	-328,0	-328,0	-328,0
Dług	8,0	219,0	-544,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	-328,0	-328,0	-328,0
Pozostałe	-1,0	0,0	-98,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	384,0	-35,0	-65,4	-242,6	597,9	-915,3	537,3
Środki pieniężne na koniec okresu	646,0	611,0	545,6	303,0	900,9	-14,4	522,9
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,25
FCF	131,0	-470,0	435,5	-702,6**	605,9	-727,3	825,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	17,0%	20,6%	18,4%	25,7%	15,9%	27,8%	15,3%

\*Lata 2017 i 2018 bez wpływu MSSF16, \*\* 276 mln PLN bez nakładów na pasmo 5G i odpraw w związku z redukcją zatrudnienia

**Wskaźniki rynkowe\***

	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
P/E	-	-	30,4	33,3	18,3	16,9	14,1
P/CE	3,4	3,3	2,9	3,0	2,8	2,8	2,8
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
P/S	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
FCF/EV	0,9%	-3,0%	2,6%	-4,2%	3,7%	-4,2%	4,9%
EV/EBITDA	5,3	5,3	5,1	5,2	4,8	5,0	4,8
EV/EBIT	65,3	44,7	25,3	26,4	18,6	18,0	15,7
EV/S	1,3	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5	1,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,9%	3,9%	3,9%
Cena (PLN)	6,46	6,46	6,46	6,46	6,46	6,46	6,46
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0
MC (mln PLN)	8 475,5	8 475,5	8 475,5	8 475,5	8 475,5	8 475,5	8 475,5
EV (mln PLN)	14 953,5	15 414,5	16 682,9	16 925,5	16 327,6	17 242,9	16 705,6

\*Lata 2017 i 2018 bez wpływu MSSF16

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje 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 sporządzenie 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](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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 29 listopada 2019 o godzinie 08:38.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 29 listopada 2019 o godzinie 08:38.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. posiada umowę abonentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci 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/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](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 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)** – wyliczona 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	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-09-05	2019-08-02	2019-06-19	2018-11-26
cena docelowa (PLN)	7,50	7,50	7,50	6,40
kurs z dnia rekomendacji	6,12	6,70	7,29	4,91

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

**Kamil Kliszczyk**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszczyk@mbank.pl](mailto:kamil.kliszczyk@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

**Aleksandra Szklarczyk**  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Poniąkowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)