

czwartek, 30 lipca 2020 | aktualizacja raportu

Orange Polska: kupuj (podwyższona)

OPL.PW; OPL.WA | Telekomunikacja, Polska

Wyraźna poprawa w obszarze broadbandu, dobre wyniki 2Q'20

Od wydania naszego raportu analitycznego w marcu notowania Orange Polska zyskały >20%. Jak zakładaliśmy, wpływ COVID-19 jest dość niski na sektor telekomunikacyjny. Wczorajsza publikacja wyników za 2Q'20 przekonała nas jednak, że pandemia COVID-19 wręcz korzystnie wpłynęła na stacjonarną część Orange Polska. Spółka zanotowała bardzo dobry wynik na przyłączeniach FTTH (+44 tys. w ciągu 2Q'20), a ARPO z usług tylko stacjonarnych wzrosło o 5,6% R/R, co oznacza istotną zmianę trendu. (1) Poprawa w stacjonarnej części Orange, (2) odbudowa poziomu cen w obszarze mobilnym oraz konwergentnym, (3) istotnie niższe niż oczekiwaliśmy tąpnięcie na obrocie sprzętem i (4) postępująca redukcja kosztów dają nam pole do podwyższenia naszych prognoz wyniku EBITDAaL o ok. 8% w latach 2020 i 2021. Po aktualizacji naszych prognoz, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 8,30 PLN, co implikuje >17% potencjał wzrostu. Tym samym podwyższamy zalecenie inwestycyjne dla Orange Polska do kupuj i podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, pozytywne podejście do spółki. Dodatkowo sądzimy, że potencjalna transakcja sprzedaży pakietu w wydzielonej infrastrukturze FTTH jest prawdopodobna i powinna wspierać sentyment do Orange Polska w średnim terminie.

Dobry 2Q'20

Po korekcie o zdarzenia jednorazowe zysk EBITDAaL w Orange Polska w 2Q'20 estymujemy na 704 mln PLN. Zysk ten jest wyższy od naszych oczekiwań o 1,6% i wyższy R/R o 6,3%. Dynamikę wyniku należy interpretować pozytywnie biorąc pod uwagę, że 2Q'20 był obciążony zdarzeniami wywołanymi pandemią COVID-19, tj. spadkiem przychodów z roamingu o 50%, spadkiem sprzedaży sprzętu oraz utratą >110 tys. abonentów netto na pre-paid. Zarząd podtrzymał prognozę wzrostu EBITDAaL w 2020 r. W 2Q'20 warto zwrócić uwagę na zestaw bardzo dobrych KPIs: (1) 40% wzrost klientów światłowodowych R/R, (2) dalszy wzrost konwergentnego ARPO o +3,4% R/R oraz (3) istotną poprawę trendu w zakresie ARPO z wyłącznie stacjonarnych usług szerokopasmowych (wzrost o 5,6% R/R).

Potencjalna sprzedaż części sieci FTTH

Po tym jak serwis Bloomberg podał informację o możliwej sprzedaży przez Orange Polska połowy swojej sieci światłowodowej za ok. 1 mld EUR, inwestorzy początkowo zaczęli dyskutować pozytywne skutki tej transakcji, jednak potem notowania spółki wróciły prawie do punktu wyjścia. Istotnie sądzimy, że sprzedaż pakietu mniejszościowego FiberCo jest ekonomicznie uzasadniona, kreuje wartość dla akcjonariuszy i mityguje ryzyko kredytowe w dobie dalszych potrzeb inwestycyjnych spółki (zarówno w części stacjonarnej, jak i mobilnej). Stąd sądzimy, że jest ona prawdopodobna, pomimo że spółka odcina się od szczegółów ze wspomnianego artykułu. Warto podkreślić, że separacja inwestorów giełdowych od infrastrukturalnych powinna wyraźnie wzbudzać pozytywny sentyment do spółki, nawet jeśli parametry transakcji będą odmiennie niż wynika to z przecieków prasowych.

(mln PLN)	2018*	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	11 087,0	11 405,6	11 528,2	11 740,6	11 904,8
EBITDAaL**	-	2 735,0	2 864,0	3 007,7	3 146,7
marża EBITDAaL	-	24,0%	24,8%	25,6%	26,4%
EBIT	345,0	416,8	593,1	835,8	1 052,7
Zysk netto	10,0	91,3	243,5	454,1	622,0
P/E	-	125,2	38,1	20,4	14,9
P/CE	3,6	3,2	3,0	2,9	2,8
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,6	5,4	5,1	4,7	4,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%	3,5%

*2018 bez wpływu MSSF16; **EBITDA po kosztach leasingu, bez wpływu nieruchomości

Cena bieżąca	7,07 PLN
Cena docelowa	8,30 PLN
Kapitalizacja	9,3 mld PLN
Free float	4,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	25,4 mln PLN

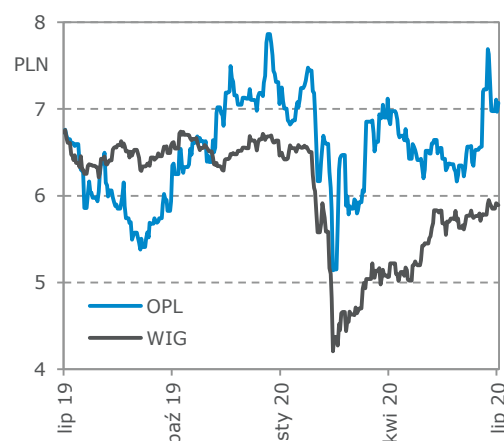
Struktura akcjonariatu

Orange S.A.	50,67%
Pozostali akcjonariusze	49,33%

Profil spółki

Orange Polska jest wiodącym dostawcą usług telekomunikacyjnych w Polsce. Na koniec 2018 z usług mobilnych spółki korzystało 15,3 mln klientów, z usług stacjonarnego Internetu 2,6 mln klientów, a ze stacjonarnych głosowych blisko 3,1 mln klientów. Udziały w rynku telefonii komórkowej i stacjonarnej wyniosły w 2018 r. odpowiednio 28 oraz 47% (pod względem liczby klientów). Orange Polska kontroluje też 28% rynku szerokopasmowego dostępu do Internetu. Spółka jest w trakcie budowy sieci FTTx.

Kurs akcji OPL na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Orange Polska	8,30	6,90	kupuj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Orange Polska	7,07	8,30	+17,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
	Przychody	+3,4%	+3,7%
EBITDAaL	+8,3%	+8,2%	+8,0%
Zysk netto	+289%	+73%	+47%

Analitik:

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

Bardzo dobry 2Q'20

Orange Polska zaraportowało zestaw dobrych wyników w 2Q'20. Przychody wyniosły 2 828 mln PLN i były wyższe od naszych oczekiwań. Głównym elementem pozytywnego zaskoczenia były wyższe niż oczekiwaliśmy przychody ze sprzedaży sprzętu (308 mln PLN vs. 275 mln PLN).

Wyniki Orange Polska w 2Q'20

(mln PLN)	2Q'20	2Q'19	zmiana	2Q'20P	różnica
Przychody	2828	2759	2,5%	2796	1,1%
EBITDAaL	728	662	10,0%	720	1,1%
Marża	25,7%	24,0%	-	25,8%	-
EBIT	109	139	-21,6%	133	-18,0%
Zysk brutto	60	66	-9,1%	53	13,2%
Zysk netto	52	52	0,0%	43	20,9%

Źródło: mBank

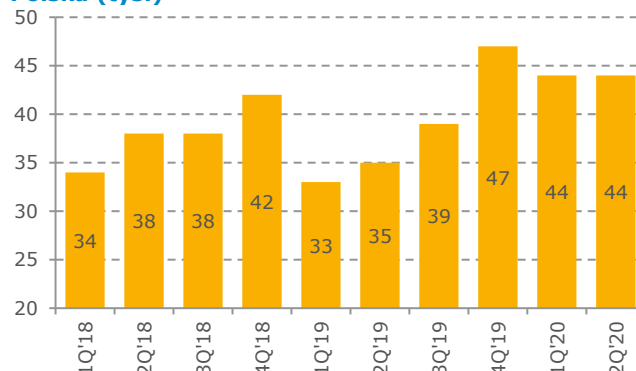
Struktura kosztów nie zaskoczyła nas poza linią pozostałe koszty i przychody operacyjne, gdzie Orange zaksięgowało tylko 42 mln PLN (spodziewaliśmy się >70 mln PLN). W 2Q'20 spółka rozpoznała zdarzenia jednorazowe: rozwiązanie rezerwy na nagrody jubileuszowe w wysokości 64 mln PLN oraz zawiązała rezerwy na złe długi i pewne zobowiązania umowne (spółka nie podaje szczegółów w tym zakresie) w wysokości ok. 40 mln PLN łącznie. Po korekcie o powyższe zdarzenia zysk EBITDAaL wynosi 704 mln PLN i jest wyższy od naszych oczekiwań o 1,6%. Zysk jest wyższy R/R o 6,3%. Jeśli pod uwagę bierzemy akwizycję BlueSoft, zysk jest wyższy R/R o ok. 4,8%. **Dynamikę wyniku należy interpretować pozytywnie biorąc pod uwagę, że 2Q'20 był obciążony zdarzeniami wywołanymi pandemią COVID-19**, tj. spadkiem przychodów z roamingu o 50%, spadkiem sprzedaży sprzętu oraz utratą >110 tys. abonentów netto na pre-paid. Zarząd podtrzymał prognozę wzrostu EBITDAaL w 2020r.

W 2Q'20 warto zwrócić uwagę na **zestaw bardzo dobrych KPIs**: (1) +40% wzrost klientów światłowodowych R/R, a w samym 2Q'20 + 44 tys. więcej klientów netto, (2) dalszy wzrost konwergentnego ARPO o +3,4% R/R i (3) istotna poprawa trendu w zakresie ARPO z wyłącznie stacjonarnych usług szerokopasmowych (wzrost o 5,6% R/R) oraz (4) spadek APRO mobilnego o zaledwie 0,9% r / r po korekcie o ubytek na roamingu wywołany pandemią.

Kluczowa poprawa trendów w Internecie stacjonarnym

Orange Polska zaraportowało wzrost liczby klientów stacjonarnego dostępu szerokopasmowego w 2Q'20, co było najlepszym wynikiem od półtora roku. Na dobry wynik wpływ miała wysoka dynamika przyłączeń netto klientów do sieci światłowodowej. W 2Q'20 przyłączono 44 tys. abonentów netto, co oznacza powtórzenie drugiego najlepszego wyniku w historii spółki znanego z 1Q'20. Patrząc na ostatnie kwartały można założyć, że **popyt na Internet światłowodowy z Orange Polska jest na stałe > 40 tys. netto / kwartał**.

Przyłączenia netto abonentów sieci FTTH w Orange Polska (tys.)



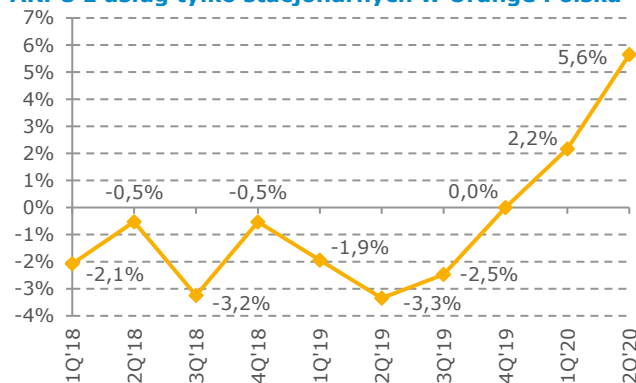
Źródło: mBank

Spółka ma już 608 tys. podłączonych klientów do sieci FTTH na koniec 2Q'20, co oznacza 13,5% wskaźnik penetracji sieci. Wskaźnik ten polepsza się z ubiegim czasem. W 1Q'19 wyniósł 11,4%. Sądymy, że pandemia COVID-19 uświadomiła klientom, że usługa stacjonarnego dostępu do Internetu jest niezbędna w gospodarstwie domowym.

Wzrost zainteresowania Internetem stacjonarnym zauważalny był także w przypadku miedzianych łącz szerokopasmowych (ich liczba zmniejszyła się o 33 tys. wobec spadku o 41 tys. w 1Q'20 oraz o 37 tys. w 2Q'19). Istotnym czynnikiem dla tej poprawy był niższy niż wcześniej wskaźnik rezygnacji z usług (wywołany naszym zdaniem lock-down w skutek pandemii COVID-19).

Warto jednak zauważyć znaczącą zmianę trendów cenowych dla usług tylko stacjonarnych w spółce. ARPO dla tej grupy usług wyrosło o 5,6% R/R, co oznacza istotną poprawę trendu. **Kluczowym powodem dla takiej zmiany jest wzrost udziału klientów światłowodowych w całości bazy klientów Internetu stacjonarnego (z 17% w 2Q'19 do 23% w 2Q'20)**. Klienci światłowodowi generują najwyższy średni przychód na ofertę głównie ze względu na większy udział usługi telewizyjnej oraz rosnący udział klientów z domków jednorodzinnych (gdzie cena usługi jest wyższa).

ARPU z usług tylko stacjonarnych w Orange Polska

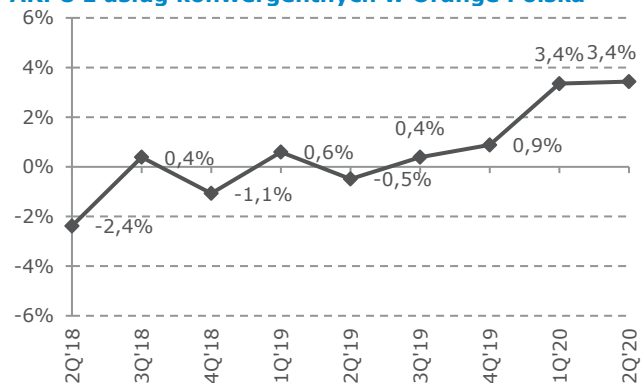


Źródło: mBank

Poprawa wskaźników ARPO

Na uwagę zasługuje także poprawa trendów w zakresie ARPO z usług konwergentnych. **Wzrost w 2Q'20 utrzymywał się na poziomie +3,4% R/R.**

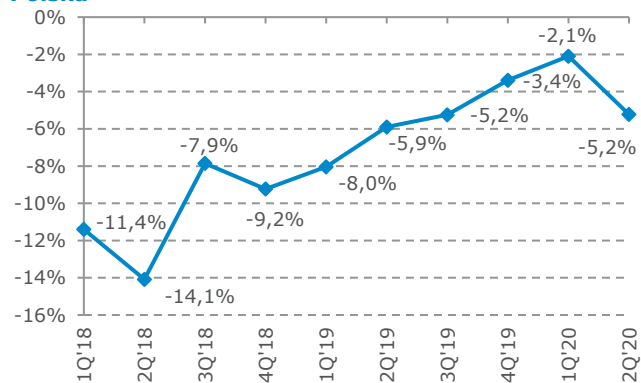
ARPU z usług konwergentnych w Orange Polska



Źródło: mBank

Trendy w zakresie ARPO z usług mobilnych także poprawiają się. Wskaźnik ARPO z wyłącznie komórkowych usług głosowych spadło R/R o 5,2% w 2Q'20 wobec spadku o 2,1% w 1Q'20. Na pogorszenie wpływ miał przede wszystkim spadek przychodów z roamingu, głównie na rynku biznesowym. **Z wyłączeniem roamingu, spadek ARPO z usług tylko mobilnych wyniósł jedynie 0,9% R/R.**

ARPU z usług tylko mobilnych (handset) w Orange Polska



Źródło: mBank

Wycena

Wartość spółki Orange Polska szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Implikowana cena z metody zdyskontowanych przepływów to 8,40 PLN/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 6,62 PLN/akcję.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	33,3%	6,62
Wycena DCF	66,6%	8,40
cena wynikowa		7,81
cena docelowa za 9 m-cy		8,30

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Orange Polska w latach 2020-2029.
- 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 2019 r. w wysokości 6 182 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)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	+
Przychody ze sprzedaży	11 528	11 741	11 905	12 075	12 264	12 451	12 659	12 817	13 027	13 217	
zmiana		1,8%	1,4%	1,4%	1,6%	1,5%	1,7%	1,2%	1,6%	1,5%	
EBIT	593	836	1 053	1 191	1 251	1 365	1 508	1 570	1 663	1 736	
marża EBIT	5,1%	7,1%	8,8%	9,9%	10,2%	11,0%	11,9%	12,2%	12,8%	13,1%	
Opodatkowanie EBIT	113	159	200	226	238	259	286	298	316	330	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	480	677	853	965	1 014	1 106	1 221	1 271	1 347	1 406	
Amortyzacja	2 399	2 351	2 304	2 258	2 190	2 125	2 061	2 020	1 979	1 940	
CAPEX	-2 688	-1 814	-2 823	-1 799	-1 898	-1 926	-1 926	-1 919	-2 389	-2 389	
Kapitał obrotowy	19	-54	-67	-67	-67	-66	-66	-66	-61	-61	
FCF	210	1 160	267	1 356	1 239	1 238	1 290	1 305	876	896	1 380
WACC	6,8%	6,9%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,1%	
współczynnik dyskonta	97,4%	91,1%	85,3%	79,7%	74,5%	69,6%	65,0%	60,6%	56,5%	52,8%	
PV FCF	205	1 057	227	1 082	923	861	838	791	496	473	
WACC	6,8%	6,9%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%
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	35,5%	33,2%	34,4%	32,5%	30,9%	29,5%	28,0%	26,6%	27,5%	28,6%	28,6%
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)	19 408
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	10 246
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	6 953
Wartość firmy (EV)	17 199
Dług netto (koniec 2019 r.)	6 182
Inne aktywa nieoperacyjne	0
Udziałowcy mniejszościowi	2
Wartość firmy	11 015
Liczba akcji (mln)	1312
Wartość firmy na akcję (PLN)	8,40
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	8,93

EV/EBITDA('20) dla ceny docelowej	5,0
P/E('20) dla ceny docelowej	45,2
Udział TV w EV	60%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC +1,0 p.p.	6,38	6,76	7,19	7,67	8,23
WACC +0,5 p.p.	7,06	7,51	8,00	8,57	9,23
WACC	7,83	8,35	8,93	9,60	10,39
WACC -0,5 p.p.	8,70	9,30	9,99	10,79	11,74
WACC -1,0 p.p.	9,68	10,39	11,21	12,18	13,34

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 roku 2020 wynosi 0 PLN). Dla lat 2020, 2021 i 2022 przyjmujemy równe wagi w przypadku wskaźnika EV/EBITDA oraz wagę po 50% w roku 2021 i 2022 w przypadku wskaźnika DYield-RFR.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			DYield-RFR		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
BT GROUP PLC	3,8	4,0	4,0	12,5%	0,5%	6,6%
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	5,2	4,9	4,5	4,7%	4,9%	5,1%
ILIAD SA	9,2	8,2	7,4	1,7%	1,7%	1,8%
KONINKLIJKE KPN NV	6,8	6,7	6,6	6,2%	6,6%	6,8%
MOBILE TELESYSTEMS OJSC	5,2	4,9	4,7	6,6%	4,4%	3,9%
ORANGE	5,1	5,0	4,9	6,3%	6,8%	7,0%
ORANGE BELGIUM	4,3	4,1	4,1	4,0%	4,4%	4,6%
ROSTELECOM	4,2	3,9	3,6	-0,4%	0,1%	3,1%
TALKTALK TELECOM GROUP	6,4	6,0	6,0	3,2%	3,2%	3,9%
TELE2 AB-B SHS	11,9	11,5	10,7	5,7%	5,9%	6,3%
TELECOM ITALIA SPA	5,7	5,6	5,6	18,2%	37,3%	24,0%
TELEFONICA SA	5,2	5,2	5,2	9,5%	9,4%	9,8%
TELEKOM AUSTRIA AG	4,9	4,8	4,8	4,0%	4,1%	5,1%
TELENOR ASA	6,3	6,1	5,9	5,6%	5,9%	6,1%
TURK TELEKOMUNIKASYON AS	3,4	3,1	2,8	-4,4%	-0,6%	2,2%
TURKCELL ILETISIM HIZMET AS	3,7	3,2	2,8	-5,8%	-4,4%	-2,9%
VODAFONE GROUP PLC	6,2	6,4	6,1	6,6%	6,6%	6,7%
O2 CZECH REPUBLIC AS	6,5	6,6	6,7	8,8%	8,3%	8,3%
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	3,7	3,7	3,7	3,9%	4,7%	5,4%
NETIA SA	4,5	4,5	4,4	0,0%	0,0%	0,0%
CYFROWY POLSAT SA	7,5	7,2	7,0	2,0%	2,5%	3,2%
HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA	4,9	4,7	4,7	-	-	-
PLAY COMMUNICATIONS SA	5,8	5,6	5,4	3,7%	3,3%	4,1%
Maksimum	11,9	11,5	10,7	18,2%	37,3%	24,0%
Minimum	3,4	3,1	2,8	-5,8%	-4,4%	-2,9%
Mediana	5,2	5,0	4,9	4,4%	4,4%	5,1%
Orange Polska	5,1	4,7	4,5	-1,3%	2,2%	2,2%
premia / dyskonto	-1,7%	-7,1%	-8,4%	-	50,1%	56,8%
Implikowana wycena						
Mediana	5,2	5,0	4,9	4,4%	4,4%	5,1%
Waga wskaźnika		66,7%			33,3%	
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	50,0%	50,0%
Wartość spółki na akcję (PLN)	6,62					

Rachunek wyników

(mln PLN)	2018*	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	11 087,0	11 405,6	11 528,2	11 740,6	11 904,8	12 074,6	12 263,6
zmiana	-2,6%	2,9%	1,1%	1,8%	1,4%	1,4%	1,6%
Usługi tylko mobilne	2 726,0	2 597,5	2 564,9	2 576,4	2 585,6	2 595,2	2 605,3
Usługi tylko stacjonarne	2 441,0	2 192,5	2 079,2	1 947,9	1 853,6	1 778,7	1 713,4
Usługi konwergentne	1 296,0	1 557,7	1 737,8	1 960,1	2 120,4	2 282,7	2 469,2
Sprzedaż sprzętu	1 403,0	1 554,5	1 414,6	1 457,1	1 486,2	1 501,1	1 516,1
Pozostałe przychody	3 221,0	3 503,4	3 731,7	3 799,2	3 859,0	3 916,9	3 959,5
Koszty świadczeń pracowniczych	-1 577,0	-1 490,0	-1 373,8	-1 333,8	-1 314,0	-1 304,9	-1 300,7
Usługi obce	-6 200,0	-6 416,7	-6 504,8	-6 571,8	-6 643,9	-6 717,0	-6 808,9
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-203,0	-1 826,7	-1 962,7	-1 935,8	-1 934,8	-1 939,2	-1 943,7
Utrata wartości należności i aktywów kontraktowych	-162,0	-590,4	-655,3	-660,7	-663,3	-666,0	-676,4
Zyski (straty) z tytułu sprzedaży aktywów	192,0	-2 513,5	-2 393,2	-2 469,4	-2 534,1	-2 586,3	-2 639,3
Amortyzacja aktywów z tytułu prawa do użytkowania	-277,0	-1 486,0	-1 493,6	-1 505,9	-1 511,7	-1 525,6	-1 549,4
Koszty odsetkowe od zobowiązań z tytułu leasingu	-51,0	-185,0	-135,0	-137,5	-139,4	-141,4	-143,6
EBITDAaL**	-	2 718,1	2 864,0	3 007,7	3 146,7	3 258,0	3 349,7
marża	-	23,8%	24,8%	25,6%	26,4%	27,0%	27,3%
EBITDA*	2 886,0	3 255,1	3 419,1	3 618,9	3 788,8	3 880,9	3 873,6
marża	26,0%	28,5%	29,7%	30,8%	31,8%	32,1%	31,6%
Amortyzacja	2 544,0	2 840,0	2 826,0	2 783,1	2 736,0	2 690,0	2 622,2
EBIT	345,0	415,1	593,1	835,8	1 052,7	1 191,0	1 251,3
marża	3,1%	3,6%	5,1%	7,1%	8,8%	9,9%	10,2%
Dział. Finansowa	-305,0	-314,0	-292,4	-275,2	-284,8	-271,2	-261,0
Zysk brutto	40,0	101,1	300,7	560,6	767,9	919,7	990,3
marża	0,4%	0,9%	2,6%	4,8%	6,5%	7,6%	8,1%
Podatek	-30,0	-27,0	-57,1	-106,5	-145,9	-174,7	-188,2
Zysk netto	10,0	74,1	243,5	454,1	622,0	745,0	802,1
marża		0,6%	2,1%	3,9%	5,2%	6,2%	6,5%
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	0,01	0,06	0,19	0,35	0,47	0,57	0,61
CEPS	1,95	2,22	2,34	2,47	2,56	2,62	2,61
ROAE	0,1%	0,7%	2,3%	4,2%	5,6%	6,6%	7,0%
ROAA	0,0%	0,3%	1,0%	1,8%	2,5%	3,0%	3,2%

* 2018 bez wpływu MSSF16, ** EBITDA po kosztach leasingu, bez wpływu nieruchomości

Bilans

(mln PLN)	2018*	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
AKTYWA	23 295,0	24 340,0	24 539,0	24 659,3	24 908,0	24 952,8	25 058,8
Majątek trwały	19 326,0	20 847,0	21 136,1	20 599,4	21 118,0	20 659,2	20 367,3
Wartość firmy	2 147,0	2 263,0	2 263,0	2 263,0	2 263,0	2 263,0	2 263,0
Pozostałe aktywa niematerialne	4 871,0	4 545,0	4 641,9	4 608,2	4 728,3	4 704,8	4 721,3
Środki trwałe	10 738,0	10 402,0	11 021,2	10 950,2	11 780,7	11 777,5	11 901,0
Podatek odroczony	834,0	808,0	808,0	808,0	808,0	808,0	808,0
Pozostałe	736,0	2 829,0	2 402,0	1 970,0	1 538,0	1 106,0	674,0
Majątek obrotowy	3 969,0	3 493,0	3 402,9	4 059,9	3 790,0	4 293,5	4 691,5
Zapasy	240,0	218,0	231,4	241,5	244,9	248,4	252,3
Należności handlowe	2 371,0	2 132,0	2 054,9	2 092,8	2 111,4	2 130,8	2 153,4
Inne	747,0	739,0	739,0	739,0	739,0	739,0	739,0
Środki pieniężne	611,0	404,0	377,6	986,6	694,6	1 175,3	1 546,9

(mln PLN)	2018*	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
PASYWA	23 295,0	24 340,0	24 539,0	24 659,3	24 908,0	24 952,8	25 058,8
Kapitał własny	10 494,0	10 566,0	10 809,5	10 935,6	11 229,7	11 318,6	11 464,8
Zobowiązania długoterminowe	6 846,0	9 682,0	9 602,0	9 522,0	9 442,0	9 362,0	9 282,0
Zobowiązania handlowe	473,0	348,0	268,0	188,0	108,0	28,0	-52,0
Pożyczki od jednostki powiązanej	5 258,0	6 431,0	6 431,0	6 431,0	6 431,0	6 431,0	6 431,0
Pozostałe zobowiązania finansowe	123,0	1 696,0	1 696,0	1 696,0	1 696,0	1 696,0	1 696,0
Inne	992,0	1 207,0	1 207,0	1 207,0	1 207,0	1 207,0	1 207,0
Zobowiązania krótkoterminowe	5 946,0	4 092,0	4 127,4	4 201,7	4 236,3	4 272,1	4 312,0
Zobowiązania handlowe	2 469,0	2 367,0	2 402,4	2 476,7	2 511,3	2 547,1	2 587,0
Pożyczki od jednostki powiązanej	2 074,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Pozostałe zobowiązania finansowe	95,0	429,0	429,0	429,0	429,0	429,0	429,0
Rezerwy	217,0	185,0	185,0	185,0	185,0	185,0	185,0
Inne	1 091,0	1 100,0	1 100,0	1 100,0	1 100,0	1 100,0	1 100,0
Dług*	7 550,0	8 567,0	8 567,0	8 567,0	8 567,0	8 567,0	8 567,0
Dług netto*	6 939,0	8 163,0	8 189,4	7 580,4	7 872,4	7 391,7	7 020,1
Dług netto ex. MSSF16	-	6 182,0	6 208,4	5 599,4	5 891,4	5 410,7	5 039,1
(Dług netto / Kapitał własny)	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
(Dług netto / EBITDA)	2,4	2,6	2,4	2,1	2,1	1,9	1,8
(Dług netto ex. leasingu / EBITDAaL)	-	2,3	2,2	1,9	1,9	1,7	1,5
BVPS	8,0	8,1	8,2	8,3	8,6	8,6	8,7

* 2018 bez wpływu MSSF16

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2018*	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	1 812,0	2 776,0	2 591,7	2 631,4	2 708,7	2 805,9	2 895,8
Zysk netto	10,0	91,0	243,5	454,1	622,0	745,0	802,1
Amortyzacja (bez praw do użytkowania)	2 544,0	2 448,0	2 399,0	2 351,1	2 304,0	2 258,0	2 190,2
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	142,0	173,0	19,2	-53,8	-67,4	-67,1	-66,6
Pozostałe	-884,0	64,0	-70,0	-120,0	-150,0	-130,0	-30,0
Przepływy inwestycyjne	2 066,0	1 919,0	2 618,1	1 694,4	2 672,7	1 669,2	1 868,3
Capex	2 282,0	2 140,0	2 758,1	1 934,4	2 972,7	1 929,2	1 928,3
Pozostałe	-216,0	-221,0	-140,0	-240,0	-300,0	-260,0	-60,0
Przepływy finansowe	219,0	-1 064,0	0,0	-328,0	-328,0	-656,0	-656,0
Dług	219,0	-826,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	-328,0	-328,0	-656,0	-656,0
Pozostałe	0,0	-238,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-35,0	-207,0	-26,4	609,0	-292,0	480,7	371,5
Środki pieniężne na koniec okresu	611,0	404,0	377,6	986,6	694,6	1 175,3	1 546,9
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,50	0,50
FCF	-470,0	636,0	-166,4	697,0	-264,0	876,7	967,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	20,6%	18,8%	23,9%	16,5%	25,0%	16,0%	15,7%

* 2018 bez wpływu MSSF16

Wskaźniki rynkowe

	2018*	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	-	125,2	38,1	20,4	14,9	12,5	11,6
P/CE	3,6	3,2	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
P/S	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
FCF/EV	-2,9%	3,6%	-1,0%	4,1%	-1,5%	5,3%	5,9%
EV/EBITDA	5,6	5,4	5,1	4,7	4,5	4,3	4,2
EV/EBIT	47,0	42,0	29,4	20,2	16,3	14,0	13,0
EV/S	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%	3,5%	7,1%	7,1%
Cena (PLN)	7,07	7,07	7,07	7,07	7,07	7,07	7,07
Liczba akcji na koniec roku (mln)	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 312,0	1 313,0
MC (mln PLN)	9 275,8	9 275,8	9 275,8	9 275,8	9 275,8	9 275,8	9 282,9
EV (mln PLN)	16 214,8	17 438,8	17 465,2	16 856,2	17 148,2	16 667,5	16 303,0

* 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 Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 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 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 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

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie 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 ze wykorzystania 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 30 lipca 2020 o godzinie 08:35.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 lipca 2020 o godzinie 08:35.

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 Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**Orange Polska**

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-06-03	2020-03-27	2019-11-29	2019-09-05	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	6,90	6,90	7,40	7,50	7,50
kurs z dnia rekomendacji	6,49	5,88	6,46	6,12	6,70

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl