



poniedziałek, 26 listopada 2018 | aktualizacja raportu

# Telekomunikacja

## Polska

### Wysoki FCFE Yield, ale istotny poziom zadłużenie

Poziom notowań WIG Telekomunikacja obniżył się w ciągu ostatniego roku o 19,5%, tym samym indeks był gorszy od szerokiego rynku o 8,0 p.p. Mediana wskaźników EV/EBITDA'18 wynosi 4,9x. Patrząc na dość wysokie strumienie gotówki generowane przez spółki z sektora (średni FCFE Yield'19/'20 = 9,1% / 11,0%) oraz jego defensywny charakter (mediana zmiany wyniku EBITDA'19/'20 R/R wynosi odpowiednio +0,3% / +2,8%) inwestycję w polskie telekomunikacje uznajemy za atrakcyjną. Wskazujemy także na trendy konsolidacyjne w sektorze, co powinno być odczytywane pozytywnie. Z drugiej strony wskazujemy na dość wysoki poziom zalewarowania (mediana wskaźników dług netto/EBITDA'18 = 2,6x vs. 1,7x dla spółek porównywalnych i związany z nim niski poziom dywidendy (oprócz PLY żaden przedstawiciel sektora nie płaci > niż 2% DivYield w 2019 r.). Ze względu na powyższe zalecamy selektywne podejście do inwestycji w spółki telekomunikacyjne. Naszymi faworytami są PLY i OPL, neutralne podejście mamy do CPS i NET.

### Duży CAPEX na częstotliwości 5G?

Niedawna ultradługa aukcja częstotliwości 5G we Włoszech (4,3 mld EUR za spektrum 3,6-3,8 GHz) wzbudziła ryzyka dot. poziomu CAPEXu na pasma 5G. Nie spodziewamy się szybkiej organizacji aukcji 5G w Polsce. Pasma są obecnie rozdrobione i użytkowane do 2025 r. W przypadku pasma 700 MHz przy zmianie jego dotychczasowego przeznaczenia wymagana jest koordynacja międzynarodowa. Wskazujemy te na kondycję polskiego sektora (brak wzrostu przychodów, istotne zadłużenie) oraz niedawną aukcję 800 MHz. Sądźmy, że rozdysponowanie pasma w najbliższym czasie jest nieopłacalne z punktu widzenia Skarbu Państwa. Dodatkowym problemem są dość restrykcyjne normy promieniowania radiowego w Polsce.

### Spadki sektora telco w Europie

W ciągu ostatniego roku europejski sektor telekomunikacyjny zachowywał się gorzej od szerokiego rynku: w ciągu 12 miesięcy indeks MSCI Europe Telco spadł o 11,0% vs. -7,8% MSCI Europe (dopiero w ostatnich tygodniach widoczna jest lepszy performance). Powodem spadków jest presja cenowa wywołana intensywniejszą konkurencją oraz obniżaniem cen usług przez operatorów tylko mobilnych, tak by zachować konkurencyjność względem telekomów zintegrowanych. Dodatkowo na wyceny telekomów wpłynęła trwająca niepewność regulacyjna oraz niewielkie możliwości do ograniczania wydatków inwestycyjnych. Obecnie telekomunikacje europejskie są handlowane na wskaźniku EV/EBITDA Blended Forward = 5,9x vs. wskaźnik 8,6 dla szerokiego rynku.

### Orange i Play atrakcyjne na tle Cyfrowego Polsatu

Notowania Cyfrowego Polsatu pozytywnie odznaczają się na tle konkurentów: od początku roku walory straciły tylko 9% vs. spadki 47% w PLY, 15% w OPL i 13% w NET oraz 11% szeroki rynek. Obecnie spółka notowana jest na EV/EBITDA'19 = 6,1x, tj. z 7% premią do spółek porównywalnych i najwyżej w polskim sektorze telekomunikacyjnym. Tymczasem spodziewamy się lekkiego spadku wyniku EBITDA w 2019 r. R/R vs. wzrost o 0,8% w PLY i +4,0% w OPL, a FCFE Yield jest wysoki jednak nie wyróżnia się istotnie na tle konkurentów (FCFE'19/'20 = 10,8%/11,8% vs. OPL 7,5%/10,1% i PLY 15,7%/15,7%) na tyle by uzasadnić 39% premię do OPL i 26% do PLY. Dodatkowo spółka nie wypłaciła dywidendy za 2017 r., pomimo przyjętej polityki dywidendowej.

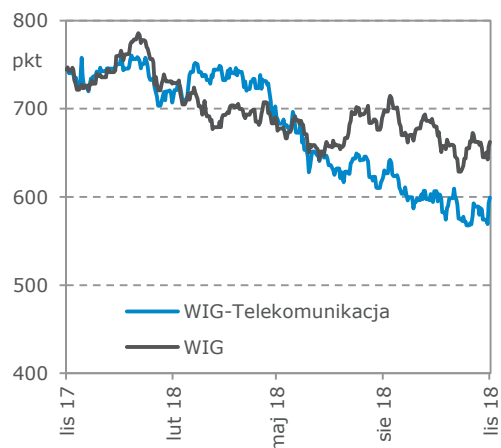
Spółka	EV/EBITDA			P/E		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Cyfrowy Polsat	6,4	6,1	5,6	14,5	13,0	10,8
Netia	4,9	5,4	5,4	23,6	31,3	25,9
Orange Polska	4,7	4,4	4,0	-	61,6	22,6
Play	5,0	4,9	4,6	5,3	5,8	5,8

WIG-Telekomunikacja	596,50
WIG	56 788
EV/EBITDA 2018P	4,9x
P/E 2018P	19,0x

### Strategia dotycząca sektora

Według danych UKE wartość rynku telekomunikacyjnego w Polsce wyniosła w 2017 roku Ok. 39,5 mld PLN, z czego segment telefonii stacjonarnej stanowił ok. 2,3 mld PLN, telefonii miał wartość ok. 15 mld PLN, a Internetu szerokopasmowego ok. 4,7 mld PLN. Wartość rynku nieznacznie była stabilna vs. 2016 r. Możliwość dostępu do stacjonarnego Internetu o szybkości min. 30 Mb/s ma dziś już około 33% budynków. Dostęp do usług o prędkościach najwyższych, wynoszących co najmniej 100 Mb/s, mają aktualnie mieszkańcy co dziesiątego budynku mieszkalnego w Polsce – w roku 2016 był to co dwunasty budynek.

### Kurs akcji WIG-Telekomunikacja na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Cyfrowy Polsat	23,20	24,90	trzymaj	akumuluj
Netia	4,70	4,30	trzymaj	trzymaj
Orange Polska	6,40	7,60	kupuj	kupuj
Play	21,30	21,50	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Cyfrowy Polsat	22,50	23,20	+3,1%
Netia	4,66	4,70	+0,9%
Orange Polska	4,91	6,40	+30,4%
Play	16,54	21,30	+28,8%

### Analitik:

Paweł Szpigił  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigił@mbank.pl](mailto:pawel.szpigił@mbank.pl)

poniedziałek, 26 listopada 2018 | aktualizacja raportu

# Cyfrowy Polsat: trzymaj (obniżona)

**CPS PW; CPS.WA | TMT, Polska**

## Wymagająca wycena w porównaniu do konkurentów

Notowania Cyfrowego Polsatu pozytywnie odznaczają się na tle konkurentów: od początku roku walory straciły tylko 9% vs. spadki 47% w PLY, 15% w OPL i 13% w NET oraz 11% szeroki rynek. Obecnie Spółka notowana jest na EV/EBITDA'19 = 6,1x, tj. z 7% premią do spółek porównywalnych i najwyższej w polskim sektorze telekomunikacyjnym. Tymczasem spodziewamy się lekkiego spadku wyniku EBITDA\* w 2019 r. R/R vs. wzrost o 0,8% w PLY i +4,0% w OPL, a FCFE Yield jest wysoki jednak nie wyróżnia się istotnie na tle konkurentów (FCFE'19/'20 = 10,8%/11,8% vs. OPL 7,5%/10,1% i PLY 15,7%/15,7%) na tyle by uzasadnić 39% premię do OPL i 26% do PLY. Dodatkowo Spółka nie wypłaciła dywidendy za 2017 r., pomimo przyjętej polityki dywidendowej (uważamy, że wypłata 200 mln PLN, tj. 0,06x EBITDA nie nadwyrężyłaby sytuacji kredytowej, zwłaszcza patrząc na wysoką generację gotówki i szeroką bazę posiadanych aktywów). Nie przewidujemy też, żeby dywidenda do 2020 r. włącznie była wyższa niż 2,0%, zwłaszcza że Cyfrowy może być skłonny do przejęcia pakietu 34% akcji Netii nad którym nie ma kontroli (ok. 660 mln PLN wydatku jeśli wezwanie odbędzie się do paź'19). Pozytywnie podchodzimy do decyzji CPS o zwiększeniu pojemności swojej sieci, co jest ważne w warunkach rosnącego w tempie >50% R/R zużycia danych per użytkownik w sieciach mobilnych i o szybkim wyjściu na rynek z ofertą konwergentną „fixed + mobile” już od poł. czerwca'18. Jednak zakładaliśmy, że elementem wyróżniającym Cyfrowy na polskim rynku będzie unikalna oferta Ligii Mistrzów. Spółka zdecydowała się na bezpieczniejszy model monetyzacji praw do mistrzostw, udostępniając контент dla głównej konkurencji nC+. Aktualizujemy nasz model finansowy i nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 23,20 PLN, co implikuje tylko 3% potencjał wzrostowy. Stąd obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne do trzymaj.

## Wyniki za 3Q'18

Cyfrowy zaraportował w 3Q'18 wyniki zgodne z oczekiwaniami. Wynik EBITDA w MSR18 bez wpływu Netii wyniósł 849 mln PLN i był stabilny R/R. Nieco negatywnie zaskoczył nas zestaw KPIs. Z jednej strony widoczny jest powrót ARPU per klient do wzrostów (+1,9% R/R w MSR18 — duża zmiana po 4 ostatnich kwartałach bez wzrostów), jednak Spółka nie zaraportowała wzrostu RGUs płatnej TV bez Multiroomu (częściowo efekt braku sprzedaży ofert iPLA w sezonie wakacyjnym'18). Zakładaliśmy, że Cyfrowy wykorzysta dostęp do Ligii Mistrzów i będzie przejmować abonentów konkurencyjnych platform TV, jednak Spółka zdecydowała się na bezpieczniejszy model (zapewniła płatny dostęp do mistrzostw dla abonentów konkurencji).

## Pytanie o wzrost segmentu reklamowego

W październiku'18 oglądalność kanału głównego Polsat wyniosła w prime time 12,17%, co oznacza spadek o 1,98 p.p. R/R. W tym samym czasie konkurencyjny TVN odnotował wzrost R/R o 0,78 p.p. Jesienna ramówka Polsatu nie odnosi sukcesów, co budzi pytanie o wysokość wzrostów obrotów z reklamy w 4Q'18.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	9 730	9 829	10 750	11 458	11 623
EBITDA	3 641	3 617	3 674	3 810	3 912
marża EBITDA	37,4%	36,8%	34,2%	33,3%	33,7%
EBIT	1 669	1 834	1 695	1 825	2 018
Zysk netto	1 041	981	987	1 111	1 337
P/E	13,8	14,7	14,5	13,0	10,8
P/CE	4,8	5,2	4,7	4,6	4,5
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,0	6,9	6,4	6,1	5,6
DPS	0,00	0,32	0,00	0,32	0,43
DYield	0,0%	1,4%	0,0%	1,4%	1,9%

\* proforma z Netia w MSSF15

Cena bieżąca	22,50 PLN
Cena docelowa	23,20 PLN
Kapitalizacja	14,4 mld PLN
Free float	6,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	23,07 mln PLN

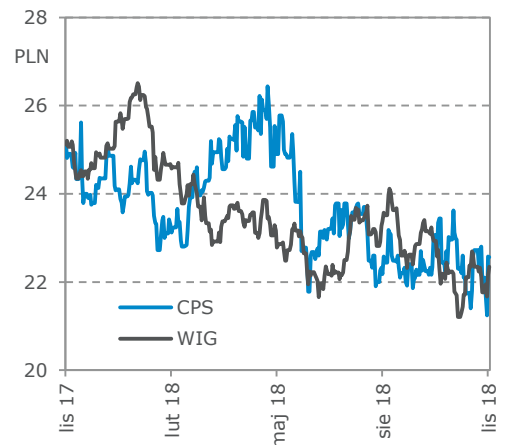
## Struktura akcjonariatu

Zygmunt Solorz-Zak	57,34%
Pozostali	42,66%

## Profil spółki

Grupa CPS jest wiodącą grupą medialną w Polsce, w skład której wchodzi największa w Polsce i czwarta co do wielkości w Europie platforma satelitarna (3,9 mln użytkowników) oraz Telewizja Polsat – wiodący nadawca komercyjny w Polsce z oglądalnością na poziomie 24,4% w 3Q'18. W roku 2014 CPS zakończył proces akwizycji spółki Polkomtel, jednego z głównych polskich operatorów sieci cyfrowej telefonii komórkowej z zasięgiem na poziomie 96% kraju, spółka ma > 7,2 mln RGUs z telefonii komórkowej.

## Kurs akcji CPS na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Cyfrowy Polsat	23,20	24,90	trzymaj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Cyfrowy Polsat	22,50	23,20

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
	Przychody	-0,2%	-0,4%
EBITDA	+0,5%	-2,6%	-1,6%
Zysk netto	-9,9%	-13,9%	-7,1%

## Analitik:

Paweł Szpigel  
 +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)

poniedziałek, 26 listopada 2018 | aktualizacja raportu

## Netia: trzymaj (podtrzymana)

NET PW; NET.WA | Telekomunikacja, Polska

### Negatywny FCFE, ale szansa na wezwanie

Trendy wynikowe Netii w ciągu 9M'18 uległy poprawie: wynik EBITDA spadł o 5,0% R/R vs. -10,2% rok wcześniej (szacujemy spadek o 4,3% w całym roku), a Spółka generuje relatywnie wysoki CFO (357,3 mln PLN) w 4Q'17-3Q'18. Z drugiej strony całość wygenerowanego strumienia gotówki będzie w najbliższych latach przeznaczana na kontynuację planu modernizacji sieci (Spółka chce mieć w zasięgu nowoczesnej sieci 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r.). Stąd FCFE szacujemy na poziomie -61 mln PLN/ -65 mln PLN. W dodatku nie spodziewamy się wypłaty dywidendy z Netii w najbliższych latach (Cyfrowy Polsat po przejęciu pakietu kontrolnego w Netii, zadeklarował już brak chęci wypłaty dywidendy). Co więcej, plany polskich telekomów (pokrycie siecią światłowodową >5 mln gospodarstw domowych do 2020 r. w Orange Polska, wprowadzenie oferty konwergentnej fixed + mobile w 2Q'19 przez T-Mobile) mogą przelożyć się na zwiększenie tempa inwestycji w sieci i podnieść stan zadłużenia Spółki (0,6 x EBITDA na koniec 3Q'18). Ze względu na powyższe walory Netii notowanej na poziomie EV/EBITDA'18/-19 = 4,9x/5,4x uznajemy za mało atrakcyjne, porównując je zwłaszcza do Orange Polska (EV/EBITDA'18/19 = 4,7x/4,4x, co implikuje odpowiednio 3%/22% premię). Z drugiej strony głównym argumentem za inwestycją w Netię jest potencjalne wezwanie na resztę pakietu przez Cyfrowy Polsat. Po aktualizacji modelu finansowego, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 4,70 PLN i podtrzymujemy neutralne podejście do Netii.

### Wezwanie na resztę akcji przez Cyfrowy Polsat

Cyfrowy Polsat kontroluje obecnie 65,98% liczby akcji. W dniu 2 października'18 Cyfrowy nabył 58,7 mln akcji Netii od Karswell Limited (podmiotu kontrolowanego przez Zygmunta Solorza-Żaka) po 5,77 PLN. Cena ta obowiązuje do 1 października'19 na pozostałe walory Netii w ewentualnym wezwaniu, co oznaczałoby wydatek rzędu blisko 660 mln PLN dla Cyfrowego. Na chwilę obecną trudno jednoznacznie ocenić intencje przejmującego. Wydaje się, że Cyfrowy może być skłonny do przeprowadzenia wezwania przed paź'19, biorąc pod uwagę plany oferty konwergentnej T-Mobile od 2Q'19, czas potrzebny na integrację dwóch spółek oraz chęć szybszej realizacji synergii z zakupu Netii.

### Poprawa w 3Q'18, zwłaszcza na usł. szerokopasmowych

Przychody z usług szerokopasmowych w 3Q'18 wyniosły 144,9 mln PLN. ARPU było nieco niższe od zakładanego przez nas, jednak warto zwrócić uwagę na liczbę abonentów – po raz pierwszy od wielu kwartałów spółce udało się wygenerować wzrost liczby abonentów na własnej sieci (+1,5 tys. w okresie), dzięki mniejszej erozji klientów na liniach nie-NGA. Erozja klientów w systemie BSA, jak i LLU była niższa Q/Q. Z kolei koszty COGS były nieco niższe od naszych założeń dzięki dalszym oszczędnościom na wydatkach na sieć, widoczna była też dalsza erozja kosztów osobowych (49,9 mln PLN w 3Q'18 vs. 53,0 mln PLN w 2Q'18). Dodatkowo, warto zwrócić uwagę na relatywnie wysoki CFO wygenerowany przez Spółkę w kwartale: 94,1 mln PLN vs. 96,6 mln PLN w 3Q'17. Po 9M'18 Spółka wygenerowała 277,5 mln PLN vs. 267,0 mln PLN rok wcześniej.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 522,0	1 442,5	1 374,0	1 348,0	1 347,8
EBITDA	426,4	383,5	367,0	345,3	355,6
marża EBITDA	28,0%	26,6%	26,7%	25,6%	26,4%
EBIT	25,2	71,9	85,1	74,3	90,1
Zysk netto	32,7	35,5	66,7	50,2	60,5
P/E	48,1	44,2	23,6	31,3	25,9
P/BV	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,2	4,8	4,9	5,4	5,4
DPS	0,39	0,20	0,00	0,00	0,00
DYield	8,5%	4,3%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	4,66 PLN
Cena docelowa	4,70 PLN
Kapitalizacja	1 571 mln PLN
Free float	362 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,14 mln PLN

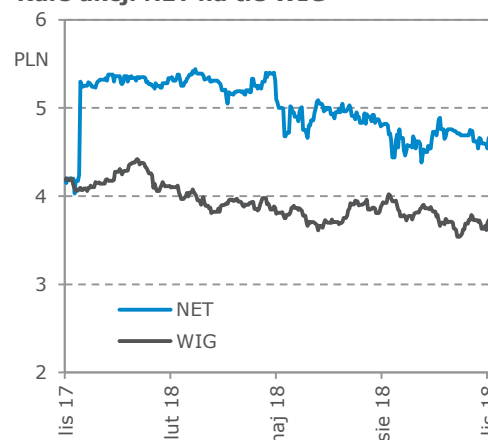
### Struktura akcjonariatu

Cyfrowy Polsat	65,98%
FIP 11 FIZ AN	5,70%
OFE PZU	5,26%
Pozostali	23,06%

### Profil spółki

Netia jest największym w Polsce operatorem alternatywnym w telefonii stacjonarnej. Na koniec 3Q'18 Netia posiadała 953 tys. klientów stacjonarnych usług głosowych oraz 611 tys. klientów szerokopasmowego dostępu do Internetu. Swoje usługi Netia świadczy zarówno w oparciu o własną infrastrukturę (około 59,7% klientów usług telefonicznych i 66,4% klientów usług internetowych) jak i o regulowany dostęp hurtowy zapewniany przez m.in. przez Orange Polska.

### Kurs akcji NET na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Netia	4,70	4,30	trzymaj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Netia	4,66	4,70

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
	Przychody	-1,4%	-1,7%
EBITDA	-56,2%	-0,2%	+0,7%
Zysk netto	+80,2%	+63,4%	+72,5%

### Analitik:

Paweł Szpigiel  
+48 22 460 24 06  
pawel.szpigiel@mbank.pl

poniedziałek, 26 listopada 2018 | aktualizacja raportu

# Orange Polska: kupuj (podtrzymana)

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

## Powrót FCFE i wzrostu wyników EBITDA

Orange Polska zaraportowało jako jedyna spółka telekomunikacyjna wzrost EBITDA w 3Q'18 i osiągnięcie zapowiadanej przez Zarząd stabilizację wyniku R/R w 2018. Spółka realizuje strategię ogłoszoną we wrześniu'17: poziom kosztów pośrednich jest niższy o >5% R/R (w tym nastąpiła redukcja etatów o >1,3 tys., tj. o blisko 8% w ciągu roku), marża po kosztach pośrednich utrzymuje się na stabilnym poziomie, rośnie baza klientów konwergentnych fixed + mobile (1 178 tys. obecnie, tj. +233 tys., w ciągu roku), Spółka ustabilizowała poziom cen za usługi konwergentne (ARPO + 0,2% R/R w 3Q'18), widoczny jest spadek wskaźnika churn. W dodatku rośnie sprzedaż usług na nowoczesnej infrastrukturze (53% w 3Q'18 vs. 42% w 3Q'17), w tym usług na FTTx (110 tys. w 9M'18 vs. 88 tys. rok wcześniej), a Zarząd deklaruje nowe działania optymalizacyjne od 2019r. Zestaw takich danych przekonuje nas do powodzenia przyjętego planu naprawczego i do powrotu do wzrostu EBITDA od 2019 r. De facto, Orange Polska jako jedyna Spółka w sektorze będzie wykazywać istotny wzrost EBITDA w najbliższych latach i pomimo wielkich inwestycji (CAPEX = 18,3% przychodów w 2019 r.) wykazuje dość wysoki FCFE (odpowiednio 8,0% i 11,0% FCFE w 2019/2020). Po okresie dużych inwestycji do 2020 r. na „miedź XXI wieku” czyli technologię FTTx, spodziewamy się spadku nakładów na światłowód od 2021 r. i powrotu do dywidendy (od 2020 r.). Dzisiejszy poziom wyceny, najniższy wśród polskich telekomów, tj. 4,4x na EV/EBITDA'19 (>5% dyskonto do spółek z regionu CEE, >18% do peersów zachodnich i 28% do Cyfrowego Polsatu) jest naszym zdaniem niski i tworzy okazję inwestycyjną. Aktualizujemy nasz model finansowy i nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 6,40 PLN, co implikuje >30% potencjał wzrostowy. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

## Wreszcie istotna poprawa FCFE

Kluczowym argumentem przeciwko inwestycji w Orange Polska był fakt przeznaczania blisko całego strumienia gotówki na inwestycje (w 2017 r. skorygowany FCFE = 111 mln PLN przy CAPEX = 1933 mln PLN, w 9M'18 FCFE = 102 mln PLN przy CAPEX = 1469 mln PLN). Zakładamy kontynuację wysokich nakładów (średnio 2,0 mld CAPEX w 2019-20), jednak spodziewamy się poprawy FCFE, który wyniesie odpowiednio 483/671 mln PLN w latach 2019-20 w związku z poprawą wyników, płatnościami od T-Mobile za hurtowy dostęp do sieci oraz sprzedażą nieruchomości. Tym samym spółka obniży dług netto/ EBITDA <2,0 x do końca 2020 r. i będzie gotowa do wypłaty dywidendy (pierwszą zakładamy z zysku za 2019 r.).

## Stabilizacja na EBITDA, nawet bez wpływu nieruchomości

W ciągu 9M'18 Orange Polska wygenerowało wynik EBITDA rzędu 2365 mln PLN, co oznacza wzrost o 1,2% R/R. Spółce zarzucane jest podbicie wyniku sprzedażą nieruchomości (aż 92 mln PLN w 3Q'18), jednak po korekcie EBITDA za 9M'18 wyniosłaby 2 250 mln PLN, co oznacza spadek tylko o 0,8%. Wskazujemy, że wartość banku nieruchomości Orange Polska w aktywnej sprzedaży wynosi obecnie 600 mln PLN.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	11 538,0	11 381,0	10 993,4	11 096,0	11 213,8
EBITDA	3 163,0	2 807,0	2 779,2	2 891,3	3 062,4
marża EBITDA	27,4%	24,7%	25,3%	26,1%	27,3%
EBIT	-1 354,0	229,0	266,2	423,2	631,6
Zysk netto	-1 746,0	-74,8	-107,9	104,5	285,6
P/E	-	-	-	61,6	22,6
P/CE	6,6	2,6	2,7	2,5	2,4
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,2	4,6	4,7	4,4	4,0
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	5,1%	0,0%	0,0%	0,0%	5,1%

Cena bieżąca	4,66 PLN
Cena docelowa	6,40 PLN
Kapitalizacja	6 442 mln PLN
Free float	3 177 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	15,93 mln PLN

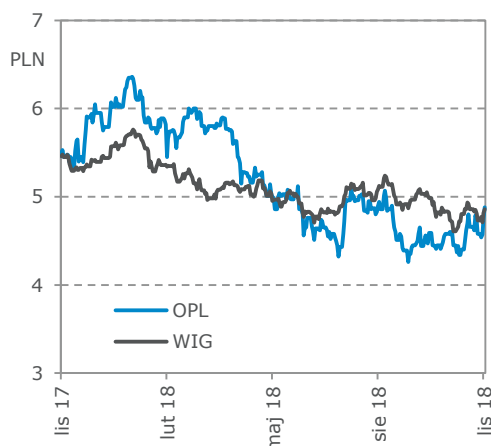
## Struktura akcjonariatu

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 2017 z usług mobilnych Orange Polska korzystało 15,8 mln klientów, z usług stacjonarnego Internetu 2,2 mln klientów, a ze stacjonarnych głosowych blisko 4,0 mln klientów. Udziały w rynku telefonii komórkowej i stacjonarnej wyniosły w 2017 r. odpowiednio 29% i 40% (pod względem liczby klientów). Orange Polska kontroluje też 27% rynku szerokopasmowego dostępu do Internetu. Spółka posiada największą 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	6,40	7,30	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Orange Polska	4,91	6,40

Zmiana prognoz od ostatniego raportu*	2018P	2019P	2020P
	Przychody	-0,4%	-0,8%
EBITDA	-1,0%	-4,7%	-6,1%

\* w standardzie MSR18

## Analitik:

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

poniedziałek, 26 listopada 2018 | aktualizacja raportu

# Play: kupuj (podtrzymana)

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

## Najgorsze za nami, przecena zbyt duża

Poziom notowań Play spadł o > 51% w ciągu ostatniego roku, był słabszy o blisko 40 p.p. vs. WIG. Oczekiwane przez nas negatywne czynniki: słabe wyniki za 1H'18, obniżenie dywidendy, zapowiedź dużych inwestycji w sieć mobilną zostały już ogłoszone. Ciąg negatywnych zdarzeń zakończyło ogłoszenie przejścia Play z indeksu MSCI Global Standard do MSCI Small Cap. Obecnie Play jest notowany na atrakcyjnym poziomie  $EV/EBITDA'18 = 5,0x$ , tj. z 5% dyskontem do grupy porównywalnej. Po istotnym spadku oczekiwań (konsensus Bloomberg na przychody'19 i EBITDA'19 niższe o 13,1%/13,4% w ciągu roku), uważamy że prognozy rynku dla Play wyglądają rozsądnie i nie różnią się istotnie od naszych oczekiwań. Spółka przedstawiła strategię do 2022 r., która powinna być interpretowana pozytywnie. Pomimo, że nie zaprezentowano przekonującej recepty na wzrost przychodów, Play zapowiedział dyscyplinę kosztową oraz brak większych nakładów na infrastrukturę stacjonarną, co implikuje wysoki FCFE (zakładamy  $FCFE'18/19 = 17,7\%/15,7\%$ ) oraz dywidendę ( $DivYield'19 = 7,8\%$ ). Tym samym Play jest jedyną Spółką w sektorze, która w istotny sposób dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Wskazujemy też na poprawę trendów wynikowych od 3Q'18. Największym ryzykiem dla Play jest brak nogi stacjonarnej, zwłaszcza w kontekście oferty „fixed + mobile” od 2Q'19 zapowiedzianej przez T-Mobile. Ryzyka nie należy jednak naszym zdaniem przesadnie dyskontować. Nasza nowa cena docelowa dla Play to 21,30 PLN, co oznacza 29% potencjał wzrostowy.

### Brak nogi stacjonarnej

Każdy konkurent Play na polskim rynku jest telekomem zintegrowanym „fixed + mobile”. Pomimo tego Spółka zapowiedziała kontynuację strategii telekomu mobilnego, co budzi ryzyko. Naszym zdaniem nie należy go jednak przesadnie dyskontować w wycenie walorów Spółki. Opcją dla Play jest podpisanie, w ślad za T-Mobile, umowy na leasing sieci FTTH z Orange Polska. Nie dublując sieci, Play zapewni sobie w ten sposób możliwość oferty konwergentnej na kluczowym dla siebie rynku dużych i średnich miast. Spodziewamy się, że Play będzie obserwować rozwój polskiego rynku telekomunikacyjnego i elastycznie modyfikować strategię, jeśli uzna to za niezbędne.

### Poprawa trendów w 3Q'18

Po istotnych spadkach wyników w 1H'18, Play zaraportował poprawę w 3Q'18. Spadek EBITDA skorygowanej R/R była na poziomie -1,7% R/R vs. -8,1% zarówno w 2Q'18 i jak i w 1Q'18. Zestaw KPIs był dość dobry: liczba aktywnych subskrybentów wyrost o 257 tys. (vs. +81 tys. w 2Q'18 i -8 tys. w 1Q'18). Pogorszyła się natomiast rentowność ze sprzedaży sprzętu (17,0% w 3Q'18 vs. 19,8% rok wcześniej i 18,4% w 2Q'18) - zgodnie z naszymi oczekiwaniami spółce z pozycji lidera trudno jest utrzymać wysoką rentowność obrotu telefonami na konkurencyjnym rynku. Spółka wygenerowała jednak dość wysoki FCFE: 181 mln PLN (i 603 mln PLN po 9M'18).

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 117,6	6 669,8	6 777,9	6 911,0	7 018,9
EBITDA skor.	2 035,4	2 297,6	2 174,3	2 191,2	2 239,7
marża	33,3%	34,4%	32,1%	31,7%	31,9%
EBIT	1 290,3	1 106,9	1 379,3	1 276,2	1 266,1
Zysk netto	712,1	387,3	789,7	719,1	729,0
P/E	5,9	10,8	5,3	5,8	5,8
P/CE	3,1	3,5	2,7	2,6	2,5
P/BV	3,1	-19,7	-57,6	13,1	5,8
EV/EBITDA skor.	4,6	4,7	5,0	4,9	4,6
DPS	0,00	0,00	2,56	1,29	1,29
DYield	0,0%	0,0%	15,5%	7,8%	7,8%

Cena bieżąca	16,54 PLN
Cena docelowa	21,30 PLN
Kapitalizacja	4,20 mld PLN
Free float	2,08 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	30,1 mln PLN

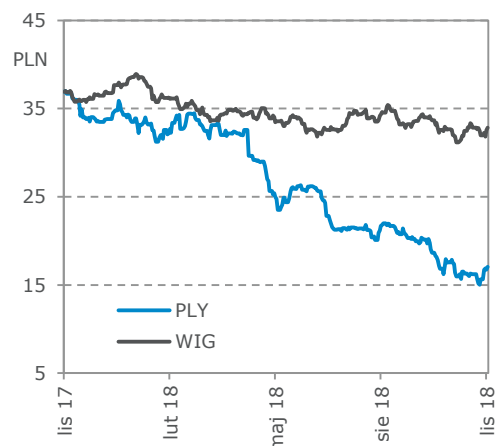
### Struktura akcjonariatu

Tollerton Investments Limited	25,46%
Telco Holdings S.à r.l.	25,16%
Pozostali	45,03%

### Profil spółki

Play jest liderem wśród operatorów sieci komórkowej w Polsce (15,0 mln użytkowników) oraz czwartą najdroższą marką w Polsce, ofertuje usługi głównie klientom indywidualnym z miast oraz małym B2B. Udział klientów kontraktowych w bazie wynosi 65,0%, a przychody z klientów kontraktowych wynoszą 56,3% całkowitych.

### Kurs akcji Play na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Play	21,30	21,50	kupuj	Kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Play	16,54	21,30

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
	Przychody	+0,6%	+0,7%
EBITDA skorygowana	+0,7%	+1,2%	+1,3%
Zysk netto	+1,1%	+2,9%	+2,8%

### Analitik:

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

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgową  
**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 księgową) – 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 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPIJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 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.

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 informacje 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 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.

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.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla emitenta dla spółek Cyfrowy Polsat, Orange Polska.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich ze spółką Netia. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi od spółek Cyfrowy Polsat, Netia, Orange Polska.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26 listopada 2018 o godzinie 08:58. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 listopada 2018 o godzinie 08:58.

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

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

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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 zmieniającego 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 Cyfrowy Polsat wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-06-15	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-31
cena docelowa (PLN)	24,90	25,30	24,90	25,70
kurs z dnia rekomendacji	22,76	24,84	22,80	24,70

**Rekomendacje dotyczące spółki Netia wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-10-01	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	4,30	4,30	4,30	4,60
kurs z dnia rekomendacji	4,50	5,00	5,27	5,30

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

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2017-12-12
cena docelowa (PLN)	7,60	7,30
kurs z dnia rekomendacji	5,83	5,39

**Rekomendacje dotyczące spółki Play wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	kupuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-10-17	2018-08-30	2018-07-03	2018-04-06	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	21,50	22,60	23,50	30,93	34,70
kurs z dnia rekomendacji	17,14	21,90	24,88	32,70	33,20

**Dom Maklerski mBanku**

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

**Departament Analiz**

**Kamil Kliszc**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@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

**Aleksandra Szklarczyk**  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Mikołaj Lemańczyk**  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
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)

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

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

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

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

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

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

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

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