mBank Dom Maklerski

mBank.pl

czwartek, 27 lipca 2017 | komentarz specjalny

Orange Polska – Wyniki za 2Q 2017

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 7,10 PLN | cena bieżąca: 5,11 PLN

OPL PW; OPL.WA | TMT, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

Orange zaraportowało skorygowaną EBITDA na poziomie 820 mln PLN (+2% vs. 804 mln PLN, tj. skorygowany wynik za 2Q'16). Oznacza to wyraźną poprawę dynamiki wyniku R/R (vs. -13,8% w 1Q'17, -4,9% w 4Q'16 i -10,2% w 3Q'16). Wyniki za 2Q'17 potwierdzają tezę z naszego raportu analitycznego z 30.06.2017: telekom zmienił strategię w ramach akwizycji klienta – w miejsce agresywnego subsydiowania telefonami nowych klientów będzie się koncentrować na monetyzacji istniejącej bazy abonenckiej. Spodziewamy się, że przy stabilizacji wyników inwestorzy skoncentrują się na potencjale Orange Polska, jaki widzimy w: (1) optymalizacji nieefektywnej struktury kosztowej, (2) monetyzacji sieci FTTH i (3) przywiązywaniu bazy abonenckiej jedyną na rynku ofertą konwergentną, która w 2Q'17 zaczyna generować dobre wyniki. Wbrew konsensusowi rynkowemu, podtrzymujemy nasze pozytywne podejście.

1) Orange zaraportowało wyniki **zgodne z naszymi oczekiwaniami** (+0,6% na linii EBITDA) i **powyżej konsensusu** (+5,0% na linii EBITDA). Księgową EBITDA z 2Q'17 należy dodatkowo skorygować o 8 mln PLN efektu uzupełnienia rezerwy na koszty rozwiązania stosunków pracy. Skorygowana EBITDA jest więc na poziomie 820 mln PLN. W tym miejscu zwracamy uwagę, że w 2Q'16 wystąpiło pozytywne zdarzenie jednorazowe w obszarze hurtu mobilnego więc wynik sprzed roku byłby na poziomie 804 mln PLN. W zestawieniu mamy **oczyszczoną EBITDA 2Q'17 na poziomie 820 mln PLN**, większą R/R o blisko 2% **vs. 804 mln PLN oczyszczony wynik z 2Q'16**.

2) Przychody w okresie były zgodne z naszymi oczekiwaniami i wyniosły 2 839 mln PLN. W rozbiciu widzimy nieco mniejsze od założeń obroty na sprzęcie (308 mln PLN vs. 320 mln PLN i 265 mln PLN rok wcześniej), co jest pochodną zmiany strategii akwizycyjnej klientów (mniejsze subsydia przekładają się na mniejsze wolumeny sprzedaży).

3) Zgodnie z naszymi założeniami, w 2Q'17 widoczny był istotny **spadek kosztów sprzedaży** (609 mln PLN vs. 654 mln PLN nasze założenia i 685 mln PLN rok wcześniej), zwłaszcza w zakresie subsydiowania telefonów.

4) Koszty świadczeń pracowniczych były na poziomie 430 mln PLN (po korekcie o zawiązaną rezerwę), co oznacza niewielki spadek R/R (440 mln PLN w 2Q'16). Przypominamy, że widzimy **istotny potencjał do restrukturyzacji zatrudnienia** w Orange.

5) Z kolei wyższe od naszych oczekiwań okazały się koszty pozostałe, w tym koszty rozliczeń z innymi operatorami (421 mln PLN vs. 412 mln PLN oczekiwania i 384 mln PLN rok wcześniej – zapewne ten wynik pogorszyły rozliczenia roamingowe). **Na obecnym etapie nie widzimy dużego cięcia kosztów**. Jak wskazywaliśmy w naszym raporcie analitycznym, brak decyzji w sprawie cięć narazi spółkę na niepotrzebne ryzyko finansowe.

6) Drugim ważnym elementem pozytywnego zaskoczenia była wysoka sprzedaż aktywów w 2Q'17 (57 mln PLN vs. 40 mln PLN nasze założenia i 37 mln PLN rok wcześniej).

7) Orange zaprezentował część danych dot. programu POPC. Spółka chce wydać **1 033 mln PLN** na rozbudowę sieci FTTH w mniejszych miejscowościach, **przy wykorzystaniu 744 mln PLN środków z dofinansowania unijnego**. Oznacza to CAPEX w Orange na poziomie ok. 100 mln PLN w latach 2018-20. Orange widzi potencjał do upgrade'u 80 tys. gospodarstw domowych na ADSL jako jeden z czynników przemawiających za realizacją programu.

8) W prezentacji widzimy dane dot. Multimedia Polska Energia. Przejęto podmiot za 37 mln PLN, który według naszych obliczeń generuje ok. 41 mln PLN przy bazie klientów 75 tys. Orange Polska staje się najważniejszym alternatywnym dystrybutorem energii w Polsce. Pozytywnie oceniamy transakcję – baza abonencka Orange jest przecież olbrzymia.

9) W 2Q'17 organiczny FCF wyniósł 218 mln PLN i był niższy R/R (342 mln PLN w 2Q'16), lecz wyższy niż w 1Q'17 (-254 mln PLN). Spadek R/R wynikał w znacznej mierze z wyższego o 132 mln PLN zapotrzebowania na kapitał obrotowy (a zwłaszcza wzrostu zobowiązań). CAPEX w 2Q'17 wyniósł 437 mln PLN (vs. 480 mln PLN rok wcześniej). Nakłady na rozbudowę sieci światłowodowej wyniosły 154 mln PLN (co implikuje **spadek CAPEXu ex FTTH o 20% R/R**).

10) W zakresie KPIs warto zwrócić uwagę zwłaszcza na osłabienie się KPIs mobilnych (+121 tys. abonentów mobilnych w 2Q'17 vs. +191 jeszcze w 1Q'17), co jest pochodną wspomnianej zmiany strategii oraz sukcesu oferty konwergentnej. W 2Q'17 nastąpił **rekordowy wzrost (+16%) liczby klientów konwergentnych, która przekroczyła 1 mln**, przy czym 50% nowo pozyskiwanych klientów stacjonarnego Internetu i ponad 40% aktywujących mobilne głosowe usługi abonamentowe decyduje się na pakiet Orange Love.

Skonsolidowane wyniki kwartalne Orange Polska

(mln PLN)	2Q'17	2Q'16	zmiana	2Q'17P	różnica	konsensus	różnica	2017P	2016	zmiana
Przychody	2 839,0	2 903,0	-2,2%	2 841,4	-0,1%	2 823,7	0,5%	11 369,7	11 538,0	-1,5%
EBITDA	812,0	824,0	-1,5%	807,1	0,6%	773,4	5,0%	2 955,3	3 163,0	-6,6%
marża	28,6%	28,4%	-	28,4%	-	27,4%	-	26,0%	27,4%	-
EBIT	169,0	142,0	19,0%	168,1	0,5%	133,8	26,3%	368,9	-1 354,0	-
Zysk brutto	83,0	46,0	80,4%	97,5	-14,9%	-	-	94,7	-1 713,0	-
Zysk netto	71,0	17,0	317,6%	79,0	-10,1%	44,8	58,5%	76,8	-1 746,0	-

Źródło: Orange Polska, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

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

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:
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.

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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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.

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. 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, MLP Group, Neuca, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, MLP Group, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Atal, Bakalland, Best, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Immobile, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfleiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, Zastal S.A., ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Stelmet, TXM S.A.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

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

Powielanie bądź 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.

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.

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.

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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 Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

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

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 49 61
magdalena.bernacik@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Mariusz Adamski
+48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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