

wtorek, 15 lipca 2014 | komentarz specjalny

Orange Polska – Prognozy wyników za 2Q 2014

Rekomendacja: sprzedaj | cena docelowa: 8,10 PLN | cena bieżąca: 9,65 PLN

OPL PW; OPL.WA | Telekomunikacja, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 697 49 64

Orange Polska, zgodnie z harmonogramem, 25 lipca przedstawi raport finansowy za 2Q 2014 i w związku z tym w niniejszym komentarzu prezentujemy nasze prognozy dla tego okresu. Oczekujemy, że raportowany EBITDA będzie na stabilnym R/R poziomie, co powinno być odbierane pozytywnie po ponad 9%-owym spadku w 1Q'14. Z drugiej strony wskazujemy na ryzyko istotnych nakładów na pasma z zakresu 800 MHz. Przedłużający się przetarg może być uzasadnieniem Zarządu do niepodwyższania dywidendy z zysku za 2014 r. Co więcej, nie widzimy istotnego progressu w stabilizacji na rynku telefonii mobilnej: Cyfrowy Polsat w połączeniu z Polkomtelem rozpoczął program wiązanej sprzedaży usług i produktów dwóch firm w ramach programu SmartDom, T-Mobile wprowadził nowe, konkurencyjne taryfy Jump. Podtrzymujemy negatywną rekomendację.

W 2Q'14 w segmencie mobilnym spodziewamy się dalszej erozji ARPU detalicznego do 29,1 PLN (-6,5% R/R) i hurtowego do 3,7 PLN (-27% R/R). Zakładamy, że podobnie jak w poprzednich kwartałach Orange Polska zaraportuje wzrost liczby post-paid do poziomu 7,5 mln (+140 tys. Q/Q), liczbę klientów pre-paid przyjęliśmy na stabilnym poziomie Q/Q. Przychody z usług telefonii komórkowej powinny wynieść 1 493 mln PLN (-6,1% R/R). Nieznacznie większego spadku oczekujemy z usług telefonii

stacjonarnej, której obrót wyniesie 1 400 mln PLN. Wynikać to może zarówno ze spadku detalicznego ARPU o 6,1% do poziomu 41,5 PLN i utrzymania się na stabilnym poziomie ARPU z usług szerokopasmowych (zakładamy 60,5 PLN). Liczba łączu stacjonarnych telefonicznych powinna wykazywać dalsze spadki na poziomie ok. 100 tys. kwartalnie, liczba dostępów szerokopasmowych obniży się nieznacznie o 10 tys. Q/Q. Bazę kosztową bez amortyzacji Orange Polska w 2Q'14 szacujemy na 2 054 mln PLN (spadek o 9,6% R/R), co wiąże się ze spadkiem kosztów świadczeń pracowniczych oraz kosztów sprzedaży. Dodatkowo, spadek stawek MTR będzie mieć odbicie w spadku kosztów rozliczeń z innymi operatorami. Wynik EBITDA szacujemy na 976 mln PLN (-1,4% R/R). Spodziewamy się, że marża EBITDA ulegnie wzrostowi R/R do poziomu 32,2% (z 30,4% w 2Q'13). Amortyzację szacujemy na 750 mln PLN, koszty finansowe na 109 mln PLN (uwzględniając obniżenie kosztów finansowania w wyniku refinansowania euroobligacji zapadających w maju b.r.). Wynik netto powinien wynieść 103 mln PLN, przy 19% stopie podatkowej. Zwracamy uwagę, że w 2Q'14 Orange Polska zmieniła podejście do rozpoznania przychodu z tytułu sprzedaży telefonów z systemu ratelnego (przychody rozłożone równo na każdy miesiąc z okresu abonamentu) na rozpoznawanie całości przychodu w momencie zawarcia umowy. Zmiany nie uwzględniliśmy w naszych estymacjach.

Skonsolidowane wyniki kwartalne Orange Polska

(mln PLN)	1Q 13*	2Q 13*	3Q 13*	4Q 13*	1Q 14	2Q 14P	r/r
Przychody razem	3 252	3 261	3 161	3 112	2 995	3 030	-7,1%
Usługi telefonii komórkowej	1 533	1 590	1 514	1 473	1 438	1 493	-6,1%
Sprzedaż sprzętu do telefonii komórkowej	33	40	35	41	43	43	7,5%
Usługi telefonii stacjonarnej	1 554	1 515	1 500	1 488	1 420	1 400	-7,6%
Pozostałe przychody	132	116	112	110	94	94	-19,0%
EBIT	238	209	389	-72	391	236	12,9%
marża	7,3%	6,4%	12,3%	-2,3%	13,1%	7,8%	
EBITDA	1 028	990	1 159	689	1 142	976	-1,4%
marża	31,6%	30,4%	36,7%	22,1%	38,1%	32,2%	
skorygowana EBITDA	1 046	990	1 159	851	951	976	-1,4%
marża	32,2%	30,4%	36,7%	27,3%	31,8%	32,2%	
Koszty finansowe, netto	-134	-108	-118	-118	-119	-109	0,9%
Podatek dochodowy	-25	-32	-33	79	-1	-24	-25,0%
Skonsolidowany zysk netto	79	69	238	-111	271	103	49,3%

*dane pro forma

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

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 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie 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. 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.

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

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszk, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszk, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszk, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Capital Park, Vistal.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP S.A.).

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Michał Marczak

członek zarządu

tel. +48 22 697 47 38
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc

wicedyrektor

tel. +48 22 697 47 06
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski

tel. +48 22 697 47 37
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek

tel. +48 22 697 47 40
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel

tel. +48 22 697 49 64
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala

tel. +48 22 697 47 01
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron

dyrektor

tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Piotr Dudziński

wicedyrektor

tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor

tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz

tel. +48 22 697 48 47
matthias.falkiewicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.

ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek

tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski

tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec

tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska

tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski

tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera

tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop

tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej

tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak

dyrektor biura aktywnej sprzedaży

tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl