piątek, 25 lipca 2014 | komentarz specjalny

Orange Polska – Wyniki za 2Q 2014

Rekomendacja: sprzedaj | cena docelowa: 8,10 PLN | cena bieżąca: 9,80 PLN

OPL PW; OPL.WA | Telekomunikacja, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

Orange Polska zaraportowało skorygowany wynik EBITDA na poziomie 1 040 mln PLN, co po oczyszczeniu o 72 mln PLN dodatniego wpływu wynikającego z wprowadzenia sprzedaży ratalnej urządzeń mobilnych dałoby wynik 968 mln PLN, niższy o 0,8% od naszych oczekiwań na poziomie 976 mln PLN. Wynik ten odbieramy neutralnie. FCF organiczny w 2Q'14 wyniósł 325 mln PLN, częściowo dzięki wysokiej amortyzacji Q/Q i wyższym zobowiązaniom handlowym. Po półroczu FCF wyniósł 0,48 mld PLN, co implikuje realizację celu FCF=1,1 mld PLN w 44%. Naszym zdaniem kluczowe dla Orange Polska jest wciąż ryzyko istotnych nakładów na pasma z zakresu 800 MHz. Przedłużający się przetarg może być uzasadnieniem Zarządu do niepodwyższania dywidendy z zysku za 2014 r. Podsumowując wyniki odbieramy neutralnie (pomimo spadku kosztów SRC i SAC) i podtrzymujemy negatywną rekomendację.

Przychody z usług telefonii komórkowej były na poziomie 1 456 mln PLN, nieco poniżej naszych oczekiwań, ze względu na większą od naszych estymacji erozję ARPU detalicznego do 28,3 PLN (-9,0% R/R) i hurtowego do 3,9 PLN (-24% R/R). Orange zaraportowało wzrost liczby abonentów post paid do 7,5 mln, co łącznie z 8,0 mln abonentów pre paid przełożyło się na 15,5 mln abonentów ogółem. Istotnie wyższe były przychody ze sprzedaży sprzętu do telefonii komórkowej, co było związane z wprowadzeniem sprzedaży ratalnej urządzeń mobilnych. Obroty na telefonii stacjonarnej były niewiele niższe od naszych założeń przez spadek przychodów z usług hurtowych (erozja liczby klientów WLR do 1 176 tys. vs. 1 200 tys. nasze założenia). Czynnikiem pozytywnie oddziałującym na przychody był wzrost pozostałych przychodów o 16 mln PLN R/R, który w większości wynikał z realizacji szerokopasmowych projektów infrastrukturalnych we współpracy z władzami samorządowymi. Baza kosztowa bez amortyzacji w 2Q'14 wyniosła 2 0 44 mln PLN vs. 2 054 mln PLN nasze założenia. (spadek o 11,1% R/R), co częściowo wynikało z niższych kosztów pracy z powodu korekty funduszu socjalnego o 32 mln PLN oraz spadku bezpośrednich kosztów komercyjnych o 31 mln PLN. Skorygowana EBITDA wyniosła 1 040 mln PLN, co po oczyszczeniu o 72 mln PLN dodatniego wpływu wynikającego z wprowadzenia sprzedaży ratalnej urządzeń mobilnych (co znacznie zwiększyło przychody ze sprzedaży sprzętu) dałoby wynik 968 mln PLN, niższy o 0,8% od naszych oczekiwań na poziomie 976 mln PLN. Amortyzacja wyniosła w 2Q'14 794 mln PLN vs. 740 mln PLN naszych założeń. Wynik netto wyniósł 94 mln PLN. Pozytywnym aspektem publikacji jest dalsza erozja kosztów akwizycji i utrzymania klienta (koszty SAC i SCR były mniejsze o 13% bez uwzględnienia wpływu sprzedaży ratalnej).

Szczegóły telekonferencji
Data: 25 lipca 2014
Czas: 11:00 (CET)
Nr telefonów:
+44 20 3427 1909 (UK/Europa)
+1 212 444 0412 (USA)

Skonsolidowane wyniki kwartalne Orange Polska

(mln PLN)	1Q 13*	2Q 13*	3Q 13*	4Q 13*	1Q 14	2Q 14P	2Q 14	różnica
Przychody razem	3 252	3 261	3 161	3 112	2 995	3 030	3 084	1,8%
Usługi telefonii komórkowej	1 533	1 590	1 514	1 473	1 438	1 493	1 456	-
Sprzedaż sprzętu do telefonii komórkowej	33	40	35	41	43	43	110	-
Usługi telefonii stacjonarnej	1 554	1 515	1 500	1 488	1 420	1 400	1 486	-
Pozostałe przychody	132	116	112	110	94	94	132	-
EBIT	238	209	389	-72	391	236	200	-15,3%
marża	7,3%	6,4%	12,3%	-2,3%	13,1%	7,8%	6,5%	-
EBITDA	1 028	990	1 159	689	1 142	976	996	2,0%
marża	31,6%	30,4%	36,7%	22,1%	38,1%	32,2%	32,3%	-
skorygowana EBITDA	1 046	990	1 159	851	951	976	1 040	6,6%
marża	32,2%	30,4%	36,7%	27,3%	31,8%	32,2%	33,7%	-
Koszty finansowe, netto	-134	-108	-118	-118	-119	-109	-118	-
Podatek dochodowy	-25	-32	-33	79	-1	-24	12	-
Skonsolidowany zysk netto	79	69	238	-111	271	103	94	-8,7%

*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.

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 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.

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, Mieszko, 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, Mieszko, 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, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, 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 abonamentową 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 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.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszcz
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

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

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
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.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 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 Rożmiej
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