

środa, 17 czerwca 2015 | komentarz specjalny

Orange Polska – Prognozy wyników za 2Q 2015

Rekomendacja: trzymaj | cena docelowa: 8,40 PLN | cena bieżąca: 8,90 PLN

OPL PW; OPL.WA | Telekomunikacja, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigel +48 22 438 24 06

Orange Polska, zgodnie z harmonogramem, 28 lipca przedstawi raport finansowy za 2Q 2015 i w związku z tym w niniejszym komentarzu prezentujemy nasze prognozy dla tego okresu. Oczekujemy, że skorygowany zysk EBITDA wyniesie 911 mln PLN, tj. będzie niższy R/R o 9,6% (vs. 1 008 mln PLN w 2Q'14 przy uwzględnieniu jednorazowych zdarzeń na kosztach pracowniczych w wysokości 32 mln PLN). Biorąc pod uwagę dynamikę w poprzednich kwartałach (tj. +1,2% w 4Q'14 i +0,9% w 1Q'15) spadek zysku wydaje się duży. Zwracamy jednak uwagę, że 2Q'15 jest pierwszym kwartałem, kiedy grupa nie będzie korzystać z księgowego podwyższenia wyników ratałną sprzedażą telefonów, co jest główną przyczyną znacznej zmiany dynamiki wyników. Z drugiej strony negatywne zmiany na należnościach handlowych powinny być w 2Q'15 mniejsze niż rok wcześniej (w 2Q'14 były na poziomie 155 mln PLN). Zwracamy uwagę, że na koniec wczorajszego dnia najwyższa zadeklarowana kwota za pasmo z zakresu 800 MHz wyniosła 730 mln PLN (vs. 250 mln PLN cena wywoławcza i 650 mln PLN nasze estymacje). Tocząca się aukcja pozostaje więc największym ryzykiem dla kursu telekomu w krótkim okresie.

Przychody ze sprzedaży w 2Q'15 estymujemy na 2 971 mln PLN, tj. na poziomie 3,7% mniejszym R/R. W obszarze telefonii

mobilnej Orange Polska powinna wygenerować 1 397 mln PLN obrotów, tj. 4,0% mniej R/R, głównie ze względu na dalszą presję cenową w obszarze B2B (zakładamy spadek ARPU B2B o 13% R/R). W obszarze usług stacjonarnych estymujemy osiągnięcie 448 mln PLN przychodów z dostępu wąskopasmowego (vs. 506 mln PLN rok wcześniej) ze względu na dalsze ilości linii abonenckich POTS i ISDN, czego nie nadrobią mniej marżowe linie VoIP. Ponadto: (1) obroty na dostępie szerokopasmowym będą mniejsze ponad 3% R/R i wyniosą 402 mln PLN w wyniku solnej presji usług LTE oferowanych przez konkurencyjną grupę Cyfrowego Polsatu na abonentów ADSL, (2) usługi hurtowe odnotują spadek obrotów na poziomie 10% ze względu na odpływy na WLR. Przychody ze sprzedaży sprzętu szacujemy na 143 mln PLN vs. 110 mln PLN w 2Q'14. Koszty świadczeń pracowniczych w okresie wyniosą 461 mln PLN, tj. 5% R/R (przy uwzględnieniu zdarzeń jednorazowych na 32 mln PLN). Koszty usług obcych będą lekko wyższe R/R, głównie w wyniku (1) zapowiadanej większej aktywności komercyjnej i (2) wyższych kosztów rozliczeń z innymi operatorami w wyniku większego ruchu. Saldo na pozostałej działalności operacyjnej zakładamy na -90 mln PLN. Zysk EBITDA wyniesie 911 mln PLN. Nie spodziewamy się zdarzeń jednorazowych w okresie. Przy amortyzacji na poziomie 710 mln PLN, kosztach finansowych netto równych 60 mln PLN i efektywnej stawce podatkowej = 10%, zysk netto wyniesie 127 mln PLN i będzie wyższy ponad 30% R/R. Poprawa na linii netto to efekt refinansowania Orange Polska w trakcie 2014 r.

Skonsolidowane wyniki kwartalne Orange Polska

(mln PLN)	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15P	r/r
Przychody	2 980	3 084	3 046	3 087	2 930	2 971	-3,7%
Usługi telefonii komórkowej	1 438	1 456	1 425	1 394	1 367	1 397	
Sprzedaż sprzętu do telefonii komórkowej	43	110	128	146	138	143	
Usługi telefonii stacjonarnej	1 420	1 386	1 373	1 341	1 306	1 274	
Pozostałe przychody	79	132	120	206	119	157	
Koszty świadczeń pracowniczych	-516	-453	-446	-453	-430	-461	
Usługi obce	(1 447)	(1 495)	(1 441)	(1 725)	(1 476)	(1 510)	
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	(79)	(148)	(125)	(53)	(70)	(90)	
Koszty rozwiązania stosunku pracy	0	0	0	8	0	0	
Zyski (straty) z tytułu sprzedaży aktywów	9	8	6	34	5	0	
EBITDA raportowana	947	996	1 040	898	959	911	-8,5%
Korekty	0	44	29	(37)	1	0	
EBITDA skorygowana	947	1 040*	1 069	861	960	911	-12,4%
Amortyzacja	(750)	(794)	(759)	(770)	(710)	(710)	-
Odpisy aktualizujące	(1)	(2)	(4)	(10)	(3)	0	33%
EBIT	196	200	277	118	246	201	0,5%
Saldo finansowe	(119)	(118)	(85)	(83)	(58)	(60)	-
Podatek dochodowy	(1)	12	(52)	(5)	(17)	(14)	-
Skonsolidowany zysk netto	76	94	140	30	171	127	35%

Źródło: Orange Polska, szacunki Domu Maklerskiego mBanku dla 2Q'15, * wynik skorygowana EBITDA 2Q'14 oczyszczyć dodatkowo o 32 mln PLN

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. Oczekiwanie 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 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, Indata Software, 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, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, 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, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Groclin, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Intergroclin Auto, Iopema, Kęty, 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, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, PZU, RBT, Robygy, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokółów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Vistal, Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Indata Software, Polwax. 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.

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 Kliszczyk
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@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.zybała@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

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

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@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 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