

Unternehmen aktuell

Reuters: FTE.PA · Bloomberg: FTE FP · ISIN: FR0000133308

09. August 2007

France Télécom

Anlageurteil

Wie die H1/07-Ergebnisse schließen lassen, dürfte FT seine Guidance für das GJ 2007 erreichen können. V.a. die Erholung des nationalen Festnetzgeschäfts und die Stabilisierung des nationalen Mobilfunkgeschäfts werben wir positiv, die Wachstumsimpulse von FTs RoW-Engagements in Ländern wie Rumänien, Ägypten, Jordanien oder in Afrika unterstützen. FTs Dividendenrendite liegt in unserem TK-Coverage-Universum mit an der Spitze.

Wir haben unsere Schätzung nicht wesentlich verändert, der faire Wert unseres EPV-Bewertungsmodells liegt bei 26,45 EUR (bislang: 26,06 EUR). Entsprechend der BayernLB-Value-Systematik heben wir unsere Empfehlung von bislang „Halten“ auf „Kaufen“ an.

Unternehmensdaten (in Mio. EUR / IFRS)	2005	2006	2007e	2008e
Umsatz	48.082	51.702	52.355	52.725
EBITDA	17.953	18.539	18.655	18.770
EBITDA-Marge (%)	37,3	35,9	35,6	35,6
EBIT	10.498	6.988	10.380	10.605
EBIT-Marge (%)	21,8	13,5	19,8	20,1
Nettoergebnis	5.709	4.319	4.548	4.842
Capex	6.045	6.732	6.750	6.800
Capex/Sales-Ratio (%)	12,6	13,0	12,9	12,9
Net Debt	47.846	42.017	39.200	36.500
Net Debt/EBITDA	2,5	2,3	2,1	1,9

Daten je Aktie (in EUR)	2005	2006	2007e	2008e
Ergebnis	2,28	1,59	1,75	1,86
Cashflow	5,20	5,43	4,68	4,66
Dividende	1,00	1,20	1,20	1,25

Unternehmensportrait

France Telecom ist in den Geschäftsbereichen Festnetz, Mobilfunk (Orange), Internet und Netzinfrastruktur (Equant) aktiv. Seit 2005 werden diese verschiedenen Aktivitäten in die Bereiche Home, Personal und Enterprise gegliedert. International (u.a. in UK, Spanien, Belgien, Rumänien, Polen sowie afrikanischen Ländern) ist France Telecom nur noch mit der Marke Orange, die vom Mobilfunkgeschäft auf das Festnetz- bzw. Breitbandgeschäft übertragen wurde, präsent. Der direkte Anteil des französischen Staates liegt aktuell bei 18,2%, indirekt werden 27,4% kontrolliert. Investmentrisiken: Verschärfung des Wettbewerbs in den Mobilfunkmärkten UK, Frankreich und Polen, zunehmender Konkurrenzkampf im nationalen Festnetz-/Breitbandgeschäft, Wettbewerbsdruck im polnischen Festnetzmarkt, Entscheidungen der Regulierungsbehörde (Festnetz/Mobilfunk), weitere Reduzierung des Staatsanteils, Währungsrisiken. Bewertungsmodelle: EPV, AVm; DDM.

Aktienanalyse

Titelinschätzung

Kaufen

(zuvor Halten)

Branche

Telekommunikation

Fairer Wert

26,45 EUR

Margin of Safety 21,0%

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 08.08.2007 (EUR)	20,90
Anzahl der Aktien (Mio.)	2.604,2
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	54.428
Freefloat (%)	68,00

Bewertungskennzahlen

	2007e	2008e
KGv	11,9	11,2
KGv bereinigt	10,3	9,8
EV/Umsatz	1,8	1,7
EV/EBITDA	5,0	4,8
Dividendenrendite (%)	5,7	6,0

Termine

25.10.2007 Q3/07-KPIs

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	23,42/15,73		
absolut (%)	1M	3M	12M
	1,1	-5,7	28,2
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
DJ STOXX 50	5,4	-3,8	17,6
DJ STOXX Telecom	2,7	-9,6	2,5



Robert Gallecker, CFA
Senior Analyst
+49 89 2171 26324
Robert.Gallecker@bayernlb.de

Beachten Sie bitte die Hinweise auf den letzten Seiten.

Highlights

- H1/07 mit relativ positiver Entwicklung: Umsatz +1,9% y/y, EBITDA +1,9% y/y, EBITDA-Marge stabil bei 36,3% (H1/06: 36,5%).
- Festnetzsparte (HCS) in H1/07 nur mit geringem Umsatzrückgang (-0,5% y/y), 4,7%iger Umsatzanstieg der Mobilfunksparte (PCS) getrieben von den Aktivitäten in Polen (+6,8% y/y) und RoW (Rest of the World; +13,2% y/y).
- Dank der positiven Entwicklung des Breitbandgeschäfts stabile HCS-Entwicklung (H1/07-Umsatz -0,5% y/y, H1/07-EBITDA +2,5% y/y), HCS France erreicht trotz eines Rekordkundenverlustes von knapp 832.000 Festnetzkunden in Q2/07 (696.000 in Q1/07) und eines 17,1%igen Umsatzrückgangs im traditionellen Telefoniegeschäft ein H1/07-Umsatzplus von 1,1% y/y.
- Nettofinanzverbindlichkeiten: 42,1 Mrd. EUR per H1/07 (42,0 Mrd. EUR per Ende GJ 2006).
- Guidance für das GJ 2007 bestätigt.
- Für 320 Mio. EUR wurde mit der Übernahme von Ya.com das Spaniengeschäft (Orange Spain) verstärkt.

Geschäftsentwicklung

FTs Konzernumsatz legte in H1/07 dank einer Stabilisierung im Heimatmarkt Frankreich und dank des RoW-Wachstums (RoW-Länder inzwischen mit 13% Umsatzanteil per H1/07) um 2,1% y/y auf 25,9 Mrd. EUR zu (+1,9% y/y auf Vergleichsbasis). Der größte Wachstumsimpuls ging dabei von PCS mit +4,7% y/y (auf Vergleichsbasis) auf 14,1 Mrd. EUR aus (PCS France +0,1% y/y, PCS RoW +13,2% y/y). HCS wies nur noch einen Umsatzrückgang von 0,5% y/y (+0,4% y/y auf Berichtsbasis) auf 11,2 Mrd. EUR aus, wobei HCS Polen für einen 9%igen Rückgang sorgte. Der Bereich ECS bleibt mit einem Umsatzrückgang von 1,2% y/y auf 3,8 Mrd. EUR FTs schwächster Bereich. Das EBITDA wurde um 1,9% auf 9,4 Mrd. EUR gesteigert, womit die EBITDA-Marge mehr oder weniger stabil bei 36,3% lag (H1/06: 36,5%). Größte Treiber waren PCS mit +3,9% y/y auf 5,0 Mrd. EUR und HCS mit +2,5% y/y auf 3,8 Mrd. EUR, ECS erlitt einen EBITDA-Rückgang um 13,5% y/y auf 648 Mio. EUR. Das operative Ergebnis verbesserte sich um 6,3% y/y auf 5,6 Mrd. EUR, hauptsächlich getrieben von höheren Erlösen aus Beteiligungsverkäufen (409 Mio. EUR in H1/07 gg. 92 Mio. EUR in H1/06). Auf bereinigter Basis war damit auf Grund höherer Abschreibungen (+4,6% y/y) ein leichter Rückgang des operativen Ergebnisses um 1,8% y/y festzustellen. Das Konzernnettoergebnis, das um 31,4% y/y von 2,8 Mrd. EUR auf 3,6 Mrd. EUR vorankam, wurde durch einen positiven einmaligen Steuereffekt i.H.v. 671 Mio. EUR beeinflusst. Auf bereinigter Vergleichsbasis wurde ein Anstieg um 8,0% y/y auf 2,4 Mrd. EUR erzielt. Der organische H1/07-Cashflow belief sich auf knap 3,3 Mrd. EUR, 1,6% unter dem Vorjahresniveau.

Perspektiven

FTs Guidance für das GJ 2007 wurde mit den H1/07-Ergebnissen bestätigt. So wird nach wie vor ein FCF von 6,8 Mrd. EUR erwartet, wobei dabei eine nahezu konstante EBITDA-Marge sowie ein CAPEX/Umsatz-Verhältnis von ca. 13% (GJ 2006: 13%) zu Grunde gelegt wird. Zur Margenstabilisierung soll einerseits das Mitarbeiterabbauprogramm, das bereits im ersten Jahr des 3-Jahres-Zeitraums zu 49% erfüllt wurde, 2007 weiter vorangetrieben werden, andererseits werden IT-Einsparungen von 500-800 Mio. EUR für die Jahre 2007 und 2008 angepeilt. Das Ziel, bis Ende 2008 ein Net Debt/EBITDA-Verhältnis von weniger als 2 zu erreichen, wurde ebenfalls wiederholt (GJ 2006: 2,3). Als Ausblick für die Dividende des laufenden Jahres wurde bereits im Zuge der GJ 2006-Ergebnisse signalisiert, dass das Niveau des GJ 2006 gehalten werden soll (1,20 EUR), wobei die Ausschüttung ca. 40-45% des FCF betragen soll. Aus operativer Sicht stehen Konvergenzprodukte, der Ausbau des Multimedia- und Content-Angebots (IPTV, HDTV, VOD, Music, Games; Umsatzziel 2007: 400 Mio. EUR), spezielle Mobilfunkangebote an den Gesundheitssektor („Orange Health“; Umsatzziel 2010: 500 Mio. EUR) sowie der Ausbau des FTTH-Netzwerks (in gezielt ausgewählten Regionen, Massenmarkt erst ab 2009) im Mittelpunkt. FT will damit der erwarteten Entwicklung des TK-Marktes in den Jahren 2007 und 2008 mit PSTN-Erosion, verschärftem Wettbewerb im Mobilfunk und der zunehmenden Bedeutung von Internet-/Content-/Konvergenzprodukten entgegen treten. Unter Regulierungsaspekten muss berücksichtigt werden, dass per Januar 2007 eine weitere Reduzierung der Terminierungsentgelte (-21%) anstand, was sich für 2007 bei PCS France negativ auswirken wird (Effekt der reduzierten Terminierungsentgelte in H1/07: -153 Mio. EUR) und den Regulierungsdruck widerspiegelt. Wir bewerten diese u.E. realistische Einschätzung der Marktentwicklung und die Reaktion darauf, in Form von innovativen Produkten, neuen Geschäftsaktivitäten (Content, Orange Health) und am Markt orientierten Tarifen, als positiv.

Auf Grund der über unserer H1/07-Schätzung liegenden Entwicklung von HCS France haben wir unsere Umsatzschätzungen für die GJ 2007e und 2008e leicht angehoben (von 52,2 auf knapp 52,4 Mrd. EUR bzw. von 52,6 Mrd. EUR auf gut 52,7 Mrd. EUR). Ansonsten haben sich keinen Änderungen bei unseren Schätzungen ergeben. Unser EPV-Bewertungsmodell zeigt nach Anpassung der Zeitkomponente nach bislang 26,06 EUR nun einen fairen Wert von 26,45 EUR an. Die von uns dabei unterstellte, nachhaltige operative Marge liegt unverändert bei 17,6%.

Allgemeiner Hinweis

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 09.08.2007. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Die Bayerische Landesbank hat organisatorische Vorkehrungen in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen getroffen, um Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen unternehmensinterne Informationsschranken, die den Analysten den Zugang zu Insiderinformationen versperren.

Die Bayerische Landesbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 50 01 54, 60391 Frankfurt.

Für diese Publikation wurde der Schlusskurs an folgendem Börsenplatz herangezogen:

France Télécom Paris Stock Exchange

Die Aktualisierung erfolgt Anlass bezogen, auf das Einstellen der Coverage wird vorab hingewiesen.

Bitte beachten Sie auch die Hinweise auf unserer Webseite www.bayernlb.de unter Research.

Bewertungshinweis

* BayernLB Value Research – Empfehlungssystematik der wertorientierten Aktienanalyse (modifizierter Value Ansatz Graham'scher Prägung)

Definitionen/Prämissen

Fairer Wert	Der faire Wert entspricht dem Aktienkurs, bei dem das Unternehmen – unter der Annahme normalisierter zukünftiger Bedingungen – nach klassischen Value-Kriterien angemessen bewertet ist.
„Margin of Safety“	Die „Margin of Safety“ („Sicherheitsspanne“) ist die Differenz zwischen dem gegenwärtigen Aktienkurs und dem fairen Wert (gemessen als Abschlag vom fairen Wert, wenn gilt: Aktienkurs < fairer Wert).

Indikativer Zeithorizont der Anlageempfehlung: 24 Monate

Bedeutung der Empfehlungen

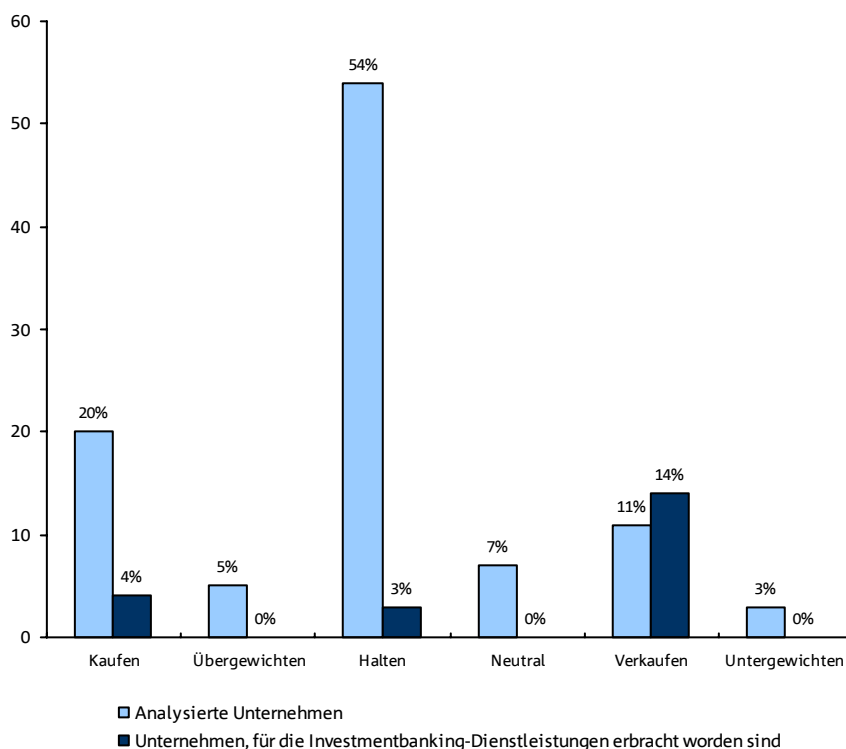
Kaufen	Die „Margin of Safety“ ist größer als 20%.
Halten	Die „Margin of Safety“ liegt in der Spanne von 0% bis einschließlich 20%.
Verkaufen	Der faire Wert liegt unter dem gegenwärtigen Aktienkurs.

Letzte abweichende Empfehlung (innerhalb der vergangenen 12 Monate)

02.05.2007 Unternehmen aktuell Halten

Verteilung der Empfehlungen

Verteilung der Empfehlungen der letzten drei Monate insgesamt und für die Unternehmen, für die in den letzten 12 Monaten Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.



Die Verteilung bezieht sich auf alle Aktien, Unternehmensanleihen, Covered Bonds und Staatsanleihen, für die das Research der BayernLB eine Empfehlung ausspricht.

Disclaimer für Länder außerhalb Deutschlands

Diese Publikation ist nicht für eine Veröffentlichung in Ländern und eine Verteilung an Personen bestimmt, wenn die Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des jeweiligen Landes zuwiderlaufen würde und die Bayerische Landesbank dadurch einer Eintragungs- und Lizenzverpflichtung unterläge. **Insbesondere ist diese Publikation nicht für eine Verteilung in den USA, Kanada und Japan bestimmt. Sie ist lediglich für eine Verteilung in den Ländern Deutschland, Österreich, Schweiz, Italien, Dänemark, Norwegen, Finnland, Portugal, Ungarn, Schweden, Spanien und Großbritannien im Rahmen der unten beschriebenen Einschränkungen bestimmt.**

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Bayerischen Landesbank. Alle Warenzeichen, Servicebezeichnungen und Logos, die in dieser Publikation verwendet werden, sind Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen oder eingetragene Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen der Bayerischen Landesbank.

Diese Publikation wurde ohne Mitwirkung der jeweiligen Emittenten, die Gegenstand der Publikation sind, erstellt.

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf, Verkauf oder der Zeichnung von Finanzinstrumenten dar. Einzelheiten zu der Ausgestaltung der erwähnten Finanzinstrumente sind dem jeweiligen Verkaufsprospekt zu entnehmen.

Diese Publikation wird in Großbritannien durch die Bayerische Landesbank verteilt; sie ist nicht als Aufforderung für eine Anlageentscheidung im Sinne von § 21 des britischen Financial Services and Markets Act 2000 ("FSMA") zu verstehen. Soweit diese Publikation eine Aufforderung darstellen sollte, so ist diese nur gerichtet an:

- (i) "Investment Professionals" im Sinne von § 19(5) des britischen Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (in der jeweils gültigen Fassung; the "Financial Promotion Order"); oder
- (ii) Personen, die unter § 49(2)(a) bis (d) der Financial Promotion Order fallen; und
- (iii) alle sonstigen Personen, an die die Publikation zulässigerweise für die in § 21 FSMA genannten Zwecke gerichtet werden darf ("relevant persons").

Personen, die nicht zu dem vorstehenden Personenkreis gehören, können sich nicht auf diese Publikation stützen und auf ihrer Basis Anlageentscheidungen treffen.

Diese Publikation wird in Italien durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an "professional investors" (institutionelle Investoren) gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in der Schweiz durch die Bayerische Landesbank gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in Finnland durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition des Finnischen Securities Market Act (495/1989, wie ergänzt) verteilt.

Diese Publikation wird in Ungarn durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an institutionelle Anleger versandt, welche die Risiken einer Geldanlage in Wertpapieren kennen. Diese Publikation ist nicht als Veranlassung zu sehen, ein Investment-Engagement einzugehen, Wertpapiere zu zeichnen oder zu kaufen. Der Versand dieser Publikation ist ebenfalls nicht als Erteilung einer Anlageberatung bzw. -empfehlung ("befektetési ajánlás") im Sinne des Gesetzes Nr. CXX von 2001 über Kapitalmärkte, Ziffer 81 (2) f), zu verstehen.

Robert Gallecker, CFA
Senior Analyst
Telekommunikation
Kommunikationstechnologie
Tel +49 89 2171 26324
Robert.Gallecker@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (= Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (= Paketadresse)
Tel +49 89 2171-21762
Fax+49 89 2171-21799
www.bayernlb.de