

Warszawa, 05.07.2022

Konrad Książkowski, Szef Działu Analiz, Haitong Bank

Haitong Bank w raporcie z 1 lipca (godz. 8:30) utrzymuje rekomendację KUPUJ dla Orange, jednocześnie obniżając cenę docelową do 7 PLN z 7,3 PLN oraz utrzymuje rekomendację NEUTRALNIE dla spółki Cyfrowy Polsat, jednocześnie obniżając cenę docelową akcji do 22,9 PLN z 34,9 PLN (rekomendacja z grudnia 2021 r.).

Telekomy, mimo że oferują produkty uznawane dziś za niezbędne, nie są w stanie skutecznie przenieść presji inflacyjnej na swoich konsumentów. Wszystko z powodu silnej konkurencji, która można by się wydawać że się nasiliła w ostatnim czasie, między innymi za sprawą oferty pakietowej Play/UPC. Naszym zdaniem nie jest to jednak początek nowej wojny cenowej, gdyż oferta ta obejmuje droższe pakiety i jej głównym celem jest nagłośnienie połączenia Play/UPC. ARPU telekomowe rośnie w tempie 3-6 proc., jednak biorąc pod uwagę inflację, która wynosi obecnie 14 proc., oznacza to spadek ARPU w ujęciu realnym. Naszym zdaniem, operatorzy będą starali się selektywnie podnosić ceny oferowanych produktów. Będą uzasadniać to koniecznością finansowania wydatków operacyjnych i kapitałowych, które również są narażone na inflację. Biznesowy model Cyfrowego Polsatu wciąż wydaje się nam fundamentalnie bardziej atrakcyjny niż Orange Polska. Warto jednak podkreślić, że rozwój zielonej energii może nie tylko pochłonąć cały FCF, lecz także zmusić Cyfrowy Polsat do anulowania dywidendy w latach 2023-2024, co czyni akcje Cyfrowego Polsatu mniej atrakcyjnymi dla inwestorów krótko-/średnioterminowych. Naszym zdaniem Orange Polska powinien "dowieść" swoją nisko jednocyfrową prognozę wzrostu EBITDaL w 2022 roku i nadal wypłacać dywidendę na akcję w wysokości 0,25 PLN (stopa dywidendy na poziomie czterech procent). Obecnie preferujemy raczej Orange Polska (KUPUJ, cena docelowa akcji 7 PLN) niż Cyfrowy Polsat (NEUTRALNIE, cena docelowa akcji 22,9 PLN).

Częstotliwości

Utrzymujemy 550 mln PLN budżetu dla Orange Polska i Cyfrowego Polastu na pasmo 3,5GHz, które zakładamy zostanie wystawione na aukcję do końca 2022 roku. Wojna na Ukrainie i pogorszone relacje z Rosją/Białorusią mogą spowodować jednak, że rollout sieci 5G opartej na widmie 700MHz nie będzie możliwy (ze względu na zakłócenia). W celu zwiększenia obecnej pojemności pasma, UKE może przychylniej patrzeć na przetasowania (resfuffling) widma na pasmach 900MHz i 1800MHz. Po udanym refarmingu przez Orange Polska widma UMTS 2100MHz na potrzeby 5G, sądzimy, że inni operatorzy pójdą w jego ślady (widmo UMTS wygasa z końcem 2022 roku, a opłatę za odnowienie prognozujemy na 450 mln PLN dla każdego operatora).

Sytuacja konkurencyjna

Po wprowadzeniu dość agresywnej komercyjnej oferty związanej przez Play/UPC (nowi klienci dostają drugą usługę za darmo przez 2 lata, a dotychczasowi przez 9 miesięcy), inwestorzy słusznie zaczęli się zastanawiać, czy nie jest to początek nowej wojny cenowej. Diabeł nie jest jednak tak straszny jak go malują, przede wszystkim dlatego, że ta „specjalna promocja” skierowana jest do konsumentów z wyższej półki cenowej (najdroższy plan HomeBox w Play za 90 zł/m lub plan 1GB/s w UPC za 80 zł/m lub 130 zł/m wraz z telewizją). Strategia ta nazywana jest "więcej za więcej" i ma na celu przyzwyczajanie klienta do nowych, droższych usług i podniesienie ARPU przy przedłużaniu umowy. Naszym zdaniem, wysoka inflacja w połączeniu z niskim poziomem ARPU w Polsce, wprowadzeniem 5G i rosnącymi kosztami finansowania są wystarczająco silnymi argumentami dla operatorów, aby powstrzymać się od agresywnej polityki cenowej i osłabiania ARPU.

Cyfrowy Polsat

Cyfrowy Polsat jest sprawnie działającą i generującą wysoką gotówkę spółką telekomunikacyjno-medialną z konwergentną ofertą produktową oraz unikalnym kontentem telewizyjnym. To dzięki tym czynnikom powinna utrzymać swoją silną pozycję na polskim rynku telekomunikacyjno-medialnym. Trzeba jednak podkreślić, że przyjęcie nowej strategii i wejście w segment zielonej energii istotnie zmienia sytuację kapitałową Cyfrowego Polastu w perspektywie średnioterminowej. Nakłady inwestycyjne na zieloną energię szacowane na 5,5 mld PLN oraz kwoty, mające zostać przeznaczone na utrzymanie sieci telekomunikacyjnej powinny pochłonąć większość, jeśli nie całość, FCF w latach 2022-2025, pozostawiając niewiele miejsca na dywidendę. Przy szacowanym wskaźniku 22E ND/EBITDA na poziomie ok. 3,4x i szczytowym punkcie cyklu inwestycyjnego w latach 2023-2024, prognozujemy, że Cyfrowy Polast będzie musiał zrezygnować z dywidendy za lata 2023-2024, aby nie złamać warunków porozumień bankowych (covenant ND/EBITDA poniżej 3,5x).

Orange Polska

Oczekujemy, że EBITDaL w 2Q22 wyniesie 781 mln PLN, 3,3 proc. r/r. W przypadku realizacji tej prognozy implikowałoby to EBITDaL +2,6 proc. r/r w 1H22 i byłoby istotnym argumentem za tym, że realizacja prognozy EBITDaL na 2022 r., zakładającej niski jednocyfrowy wzrost r/r, jest możliwa, co naszym zdaniem należy ocenić pozytywnie w kontekście wysokiej inflacji. Według naszych szacunków, Orange Polska wyceniany jest obecnie ze wskaźnikiem 22E/23E EV/EBITDaL na poziomie 4,2x/3,9x, co daje 7 proc./12 proc. dyskonto w porównaniu do spółek z regionu CEE/EMEA oraz 31 proc./33 proc. dyskonto względem europejskich telekomów. Przy relatywnie niskim zadłużeniu (ND/EBITDA na poziomie 1,3x) i 90 proc. długu ze stałą stopą procentową do 2024 roku, Orange Polska może refinansować UMTS, nabyć spektrum 3,5GHz i nadal płacić dywidendę w wysokości 0,25 PLN na akcję, co daje czteroprocentową stopę dywidendy.