

Warszawa, 25.06.2020

Konrad Książkowski, Szef Działu Analiz, Haitong Bank

Haitong Bank w raporcie z 24 czerwca (godz. 8:00) aktualizuje rekomendacje dla następujących spółek z sektora TMT:

- * NEUTRALNIE dla Cyfrowego Polsatu (FV 28,90 PLN)
- * KUPUJ dla Play Communications (FV 36,40 PLN)
- * NEUTRALNIE dla Orange Polska (FV 6,40 PLN)

Cyfrowy Polsat

Haitong Bank obniża rekomendację dla Cyfrowego Polsatu do NEUTRALNIE (z KUPUJ), ale jednocześnie podnosi cenę docelową akcji do 28,9 PLN z 27,4 PLN), głównie za sprawą podniesienia wyceny grupy porównawczej. Analitycy pozytywnie oceniają niedawne przejęcie Interii, które jeszcze bardziej wzmocni obecność Cyfrowego Polsatu na rynku telekomunikacyjno-medialnym. To pozwoli wejść tej spółce na wciąż rosnący rynek reklamy internetowej i pomoże zmonetyzować jej szerokie zasoby filmowe. W dłuższej perspektywie ścieżka inwestycyjna Cyfrowego Polsatu jest wciąż najbardziej atrakcyjna wśród polskich telekomów, które Haitong Bank analizuje. Dzieje się tak za sprawą tzw. cross-sellingowi oferowanemu dzięki flagowemu produktowi grupy SmartDOM, co umożliwi wzrost ARPU. Jednocześnie obecność Cyfrowego Polsatu w segmencie reklamy telewizyjnej może zaszkodzić spółce w drugim kwartale 2020 r. Analitycy oczekują bezprecedensowego spadku przychodów z tego tyłu o 25 proc. r/r, za sprawą zamrożenia wydatków na reklamę telewizyjną w wyniku pandemii. Według wyliczeń analityków Haitong Banku Cyfrowy Polsat jest wyceniany na lata 2020/21 według wskaźnika EV/EBTDA na 7.1/6,8, co daje mu trzyprocentową premię w porównaniu do europejskich konkurentów zaangażowanych w rynek mobilny.

Play Communications

Haitong Bank utrzymuje rekomendację KUPUJ dla Play i podnosi cenę docelową do 36,4 PLN (z 34 PLN) w wyniku podwyższenia prognoz EBITDA na lata 2021/22 odpowiednio o trzy/dwa proc. Jest to efekt nieco wyższego od poprzednio oczekiwanego ARPU, za sprawą wyższych przychodów z usług i podwyższenia wyceny grupy porównawczej z sektora telekomunikacyjnego. W pierwszym kwartale 2020 r. spółka zanotowała dziesięcioprocentowy spadek sprzedaży telefonów licząc r/r, który w drugim kwartale tego roku może się pogłębić do 20 proc. r/r, a następnie nieco wyhamować w drugim półroczu 2020. Z drugiej strony ARPU i przychody z usług wzrosły o 8 proc. wobec 5 proc. wcześniej za sprawą intensywniejszego użytkownika. Analitycy uważają, że lockdown, praca zdalna i rozrywka domowa mogą w dalszym ciągu wspierać ARPU i przychody z usług w nadchodzących kwartałach. Obniżka stóp procentowych o 140 pkt. bazowych powinna obniżyć roczne koszty obsługi długu przez Play o około 55 mln PLN w 2020 r., co stanowi istotne wsparcie dla FCFE spółki, prognozowane obecnie przez Play na ponad 800 mln PLN. Play powinien pozostać najhojniejszym dla akcjonariuszy polskim telekomem ze stopą dywidendy na 2021 r. w wysokości 4,8 proc. Play wydaje się również atrakcyjnie wyceniany, ze wskaźnikiem P/E na 2020 r. w wysokości 8,4 i EV/EBITDA na poziomie 5,3.

Orange Polska

Haitong Bank utrzymuje rekomendację NEUTRALNIE dla Orange Polska, ale podnosi cenę docelową akcji do 6,4 PLN (z 5,8 PLN), przede wszystkim za sprawą podwyższenia wyceny grupy porównawczej. Pandemia, choć wpłynęła na P&L i wyniki operacyjne, pokazały również, jak ważna jest stabilna i dobrej jakości sieć naziemna. Ten argument wspiera program FTTx realizowany przez Orange Polska i analitycy spodziewają się wzrostu przyłączy netto w tym zakresie. Pandemia może również skłonić Orange Polska do przyspieszenia planu optymalizacji kosztów. Jedną z nowych inicjatyw oszczędnościowych jest właśnie podpisane porozumienie ze związkami zawodowymi, mówiące o likwidacji premii jubileuszowych lub ograniczeniu tempa wzrostu płac. W perspektywie krótkoterminowej, abstrahując od niższych przychodów z tytułu roamingu i sprzedaży aparatów, Orange Polska może spodziewać się niższych wpływów ze sprzedaży nieruchomości, które w ubiegłych latach były ważnym czynnikiem wspierającym FCF. Ten element, w połączeniu z opóźnieniem aukcji na 5G do 2021 r. i nieznanym budżetem skłania analityków Haitong Banku do przekonania, że powrót do wypłaty dywidendy w 2021 r. jest wysoce nieprawdopodobny.

Komentarz do sytuacji na rynku telekomunikacyjnym

Pandemia i lockdown wywołały wzrost pracy z domu i zapotrzebowania na domową rozrywkę, ale pokazały również, do jakiego stopnia nasze życie prywatne i zawodowe są uzależnione od infrastruktury telekomunikacyjnej i związanych z nią usług. Najlepiej obrazuje to apel władz UE do Netflix, by ten ograniczył jakość przekazu swojego contentu, ponieważ sieci telekomunikacyjne zaczynają się zapychać. Wszelkie trendy cyfrowe zaczęły wyraźnie przyspieszać od czasu wprowadzenia lockdownu, nawet w tych obszarach, w których dotąd występowały w stopniu umiarkowanym. Haitong Bank uważa, że zmiana w zachowaniach ludzi powinna przyspieszyć te trendy nawet o 2-3 lata. Telekomunikacja zawsze znajdowała się w centrum transformacji cyfrowej, ale z powodu wojny cenowej nie były w stanie dobrze tego zmonetyzować. Analitycy uważają, że upowszechnienie pracy z domu, rozrywki domowej (streaming video/gier) oraz handlu elektronicznego sprawią, że niezawodne usługi telekomunikacyjne staną się ważniejsze niż kiedykolwiek i że klienci będą skłonni za nie zapłacić więcej niż dotychczas. Analitycy Haitong Banku są zdania, że polskie telekomunikacje stanowią interesującą propozycję inwestycyjną w perspektywie długoterminowej z następujących powodów: po pierwsze model abonamentowy, a po drugie jedno z najniższych ARPU w UE, co potencjalnie daje atrakcyjne perspektywy wzrostu długoterminowego poprzez cross-sell. Analitycy widzą również potencjał zwiększenia wartości poprzez fuzje i przejęcia.

Potencjalny wpływ koronawirusa

Największy negatywny wpływ na przychody i EBITDA powinien wynikać z niższej sprzedaży telefonów w drugim kwartale 2020 i spadek ten, liczony rok do roku może być nawet większy niż w pierwszym kwartale i wynieść 0/-15 proc. Ponieważ jednak punkty obsługi klienta są ponownie otwierane, analitycy Haitong Banku oczekują stopniowego wzrostu sprzedaży telefonów w drugim półroczu 2020. W drugim i trzecim kwartale 2020 r. gwałtownie powinny spaść przychody z roamingu, bo lockdown de facto sparaliżował ruch turystyczny. Jednocześnie jednak Polski Instytut Ekonomiczny podał, że ruch w sieciach telekomunikacyjnych jest o około 10-30 proc. wyższy niż przed pandemią. Prognozowane wyższe zapotrzebowanie na pakiety danych mobilnych w połączeniu z wyższymi cenami powinno w przyszłości wspierać abonamentowemu ARPU.

Aukcja 5G odwołana

W maju 2020 r. UKE odwołał aukcję na 5G w częstotliwości 3,5GHz. Powinna ona zostać wznowiona jesienią 2020, a dystrybucja częstotliwości powinna odbyć się w pierwszym półroczu 2021 r. Potencjalnie analitycy Haitong Banku widzą ryzyko, że rząd wykorzysta tę możliwość, by wesprzeć budżet państwa i zmieni zasady aukcji, pozwalając telekomom na zakup więcej niż jednego bloku, co potencjalnie może zwiększyć presję cenową w procesie przetargowym. Analitycy uważają jednak za bardzo mało prawdopodobny scenariusz, w którym żaden z telekomów wyraziłby zdecydowane zainteresowanie kupnem więcej niż jednego bloku. Stąd wciąż zakładamy, że każdy z telekomów wyda 550 mln PLN na jeden blok, natomiast płatność nastąpi w drugim kwartale 2021.

Niskie stopy procentowe i koszty długu mogą wywołać falę fuzji i przejęć

Pomimo pandemii telekomunikacyjny rynek fuzji i przejęć w UE nie śpi. W maju 2020 r. Cyfrowy Polsat przejął Interię ze współczynnikiem EV/EBITDA na poziomie 14,9. Z kolei Virgin Media ogłosił połączenie z O2 UK, tworząc tym samym największego gracza w Wielkiej Brytanii, odpowiadając tym samym na umowę BT/EE z 2016 r. KKR, Cinven i Providence złożyły ofertę na portugalski MasMovil ze wskaźnikiem EV/EBITDA na poziomie 8,9. NOS sprzedał dwa tysiące masztów Cellnexowi ze wskaźnikiem EV/EBITDA 15,4, a Telefonica Deutschland sprzedała 10 tys. masztów Telenexowi ze wskaźnikiem EV/EBITDA 23.

MergerMarket opublikował informację, że Cyfrowy Polsat może rozważać sprzedaż masztów będących w posiadaniu Polkomtel Infrastruktura. Zdaniem analityków Haitong Banku transakcja ta może być warta około 4,7-7 mld PLN, zakładając EBITDA w wysokości 330 mln PLN i wskaźnik EV/EBITDA na poziomie 15-23.

Pomimo niedawnych transakcji (CPS/Netia, CPS/Interia, Vectra/Multimedia) polski rynek telekomunikacyjny pozostaje rozdrobniony, co rodzi interesujące scenariusze jeżeli chodzi o fuzje i przejęcia oraz konwergencję zwiększającą ARPU. Według analityków polskie telekomony powinny być obecnie bardziej zainteresowane transakcjami infrastrukturalnymi, dla którego wskaźnik EV/EBITDA wynosi obecnie 15-23, znacząco więcej niż w przypadku polskich telekomów, dla których jest to 5-7.