

Warszawa, 22.04.2022

Konrad Książkowski, Szef Działu Analiz, Haitong Bank

Haitong Bank w raporcie z 21 kwietnia (godz. 8:30) obniża rekomendację dla Orange Polska do NEUTRALNIE (wcześniej Kupuj), jednocześnie obniżając cenę docelową do 8,0 PLN z 8,8 PLN.

Obniżamy rekomendację dla Orange Polska do NEUTRALNIE (z KUPUJ) i korygujemy naszą cenę docelową akcji do 8,0 PLN (z 8,8 PLN). Naszą rekomendację zmieniamy ze względu na wzrost RFR oraz obniżenie naszych prognoz EBITDaL na lata 22E/23E o 4 proc./2 proc. w wyniku presji związanej ze wzrostem kosztów energii, które powinny obciążyć EBITDaL nie tylko w 2022, ale częściowo również w 2023 roku. To, w połączeniu z obniżkami stawek MTR/FTR, powoduje, że prognoza Orange Polska na 2022 rok zakłada niewielki spadek przychodów i płaski/niski jednocyfrowy wzrost EBITDaL. Warto jednak zaznaczyć, że prognoza spółki na 2022 r. została opublikowana 16 lutego 2022, czyli na tydzień przed inwazją Rosji na Ukrainę, która spowodowała dalszy wzrost kosztów energii i inflacji. Mając to na uwadze spodziewalibyśmy się raczej, że płaski EBITDaL w 2022 r. jest obecnie optymistycznym scenariuszem. Trzeba podkreślić, że obecnie Orange Polska ma model defensywny i oparty na subskrypcji, ale wzrost ARPU na poziomie ok. 3-5 proc. vs. inflacja na poziomie 10-12 proc. wygląda dziś mniej pozytywnie niż wtedy, gdy inflacja wynosiła 2-4 proc. Z wypowiedzi przedstawicieli zarządu Orange Polska i Cyfrowego Polsatu nie wynika, aby możliwy był dalszy widoczny wzrost cen w ofertach komercyjnych operatorów telekomunikacyjnych. Mimo sprzedaży części biznesu stacjonarnego, stawki hurtowe Orange Polska są indeksowane inflacją, co oznacza, że będą rosły szybciej niż ARPU. Komentarze ze strony przedstawicieli zarządu Orange i Orange Polska wskazują, że sprzedaż TowerCo, ważny czynnik wzrostu wartości dla Orange Polska, może nie nastąpić szybko lub w ogóle. Według naszych szacunków spółka jest wyceniana na 22E ze wskaźnikiem EV/EBITDA 4.7x, czyli relatywnie nisko, ale wciąż wyżej niż Magyar Telekom (3.7x) czy Telekom Austria (4.1x), a obie spółki płacą wyższą dywidendę (odpowiednio 6.6 proc., 4.3 proc. vs 3.4 proc. dla Orange Polska).

Prognoza na 1Q22

Oczekujemy przychodów w wysokości 2,9 mld PLN, -0,4 proc. r/r, EBITDaL na poziomie 716 mln PLN, +1 proc. r/r, EBIT na poziomie 148 mln PLN oraz zysku netto w wysokości 54 mln PLN.

Tworzenie wartości przez TowerCo może nie nastąpić szybko, o ile w ogóle

Podczas telekonferencji w 4Q21, CFO Orange Polska skomentował, że spółka potrzebuje więcej czasu na decyzję w sprawie TowerCo ze względu na zmieniającą się sytuację w Polsce, w tym podatki, stopy procentowe i aukcję 5G. Orange Polska weźmie również pod uwagę projekt Totem Grupy Orange. Jest prawdopodobne, że decyzja w sprawie TowerCo może zostać ogłoszona w trakcie 1Q22, jak sugerował dyrektor finansowy OPL Jacek Kunicki oraz wiceprezes Grupy Orange Mari-Noelle His-Laveissiere. Warto jednak zwrócić uwagę, że obie wypowiedzi padły przed inwazją Rosji na Ukrainę i to może być istotny argument za zmianą planów dotyczących TowerCo. Uważamy, że udział w wewnętrznym projekcie Orange TowerCo - Totem - jest bardziej prawdopodobny niż sprzedaż tych aktywów podmiotowi zewnętrznemu. Nie wykluczamy jednak, że decyzja w sprawie TowerCo zostanie odłożona na później, gdy rynek na powrót stanie się bardziej przewidywalny.

ARPU rośnie, ale w tempie wolniejszym niż inflacja

ARPU usług konwergentnych rośnie w tempie ok. 6 proc., ARPU w sieciach komórkowych i stacjonarnych o ok. 3-4 proc. Było to satysfakcjonujące, gdy inflacja wahała się na poziomie 2-4 proc., ale nie w sytuacji, gdy wynosi ona powyżej 10 proc. Stawki za usługi telekomunikacyjne w Polsce już teraz należą do najniższych w UE, a wolniejszy od wzrostu inflacji wzrost ARPU oznacza ich dalszą deprecjację. Komentarze przedstawicieli Orange Polska i Cyfrowego Polsatu wskazują, że spółki są ostrożne jeśli chodzi o szybsze lub wyższe podwyżki cen. Z drugiej strony, ostatnio widzieliśmy, że Cyfrowy Polsat stał się bardziej agresywny komercyjnie i promuje ofertę na abonament za 1 PLN/miesiąc na 12 miesięcy (przy umowie na 24 miesiące), prawdopodobnie w odpowiedzi na słabsze statystyki przenoszalności numerów (MNP).

Koszty energii wzrosną nie tylko w 2022, ale także w 2023 r.

Wysoka inflacja wywiera presję na różne kategorie kosztów, nie tylko na wzrost cen energii, lecz także na koszty materiałów i sprzętu. Jednak to koszty energii są obecnie największym problemem. Według Orange Polska, koszty energii w 2021 r. wyniosły ok. 250 mln zł, z czego 100 mln zł stanowiły koszty dystrybucji. Ok. 50 proc. kosztów zakupu energii jest zabezpieczone po cenie wyższej o 25-30 proc. r/r, a pozostała część musi być kupowana na rynku spotowym, gdzie obecna cena jest wyższa o ok. 100 proc. r/r. Oznacza to, że w 2022 r. koszty energii mogą być o ok. 100 mln zł wyższe r/r. Jeśli ceny utrzymają się na obecnym wysokim poziomie również w 2023 r., to obecnie zabezpieczony w 50 proc. wolumen po cenie 25-30 proc. wyższej powinien zostać przedłużony i wyceniony po cenie rynkowej która jest ponad 100 proc. wyższa, co w naszej ocenie spowoduje dodatkowy wzrost kosztów o ok. 50 mln PLN r/r i ograniczy skalę odbicia EBITDaL w 2023 r.