

czwartek, 14 listopada 2019 | aktualizacja raportu

Play: kupuj (podtrzymana)

PLY PW; PLY.WA | Telekomunikacja, Polska

Lepsza sytuacja rynkowa, dywidenda'20 co najmniej stabilna R/R

Od wydania naszego raportu analitycznego we wrześniu notowania Play wzrosły o 15,2%. Zrealizował się zapowiadany przez nas scenariusz: spółka opublikowała zestaw bardzo dobrych wyników za 3Q'19 i podwyższyła cele na cały rok. Nowy guidance zarządu na wysokość FCFE (tj. >900 mln PLN w całym 2019 r.) mityguje naszym zdaniem ryzyka związane z dywidendą i aukcją 5G w przyszłym roku. Naszym zdaniem spółka wypłaci przynajmniej 1,45 PLN w 2020 r. w naszym bazowym, konserwatywnym scenariuszu (1,2 mld PLN dodatkowych nakładów na częstotliwości w 2020 r.). Zakładając scenariusz bardziej optymistyczny (tj. 800 mln PLN na aukcję) Play może zwiększyć dywidendę nawet o >25%. Poza istotną poprawą sytuacji kredytowej, argumentem wspierającym notowania telekomu powinna być poprawa rynku mobilnego w Polsce. Zarówno od zarządu Play, jak i Orange dostaliśmy potwierdzenie spokojnego przyjęcia na rynku wyższych cen usług mobilnych. Ze względu na wzrost zużycia danych przez klientów (32,2% R/R w 3Q'19) oraz obecne środowisko inflacyjne w Polsce, klienci są przygotowani na dalszy wzrost cen. Podnosimy nasze prognozy finansowe, a nowy poziom ceny docelowej (36,00 PLN) implikuje 15% potencjał wzrostu. Play jest naszym zdaniem obecnie atrakcyjniejszym wyborem niż Cyfrowy Polsat.

Bardzo dobre wyniki za 3Q'19

Play utrzymał stabilną bazę aktywnych abonentów postpaid oraz wykazał wzrost ARPU o 2,8% R/R. Pomimo spadku marży na sprzedaży sprzętu (do 16,1% vs. 20,1% w 2Q'19) i wyższych o blisko 30% R/R kosztów reklamy, spółka wygenerowała wzrost skorygowanej EBITDA o 16,1% R/R dzięki wysokim przychodom z usług telekomunikacyjnych (+6,2% R/R). Struktura wyników polepszyła się. W dodatku Zarząd podwyższył guidance na FCFE do 900 mln PLN (w 3Q'19 pozytywny efekt zmian na kapitale obrotowym dzięki bardzo dobremu zarządzaniu magazynem i sprzedaży należności). Dług netto/EBITDA wyniósł 2,83x (vs. 3,14x rok wcześniej).

Lepszy outlook na rynek telekomunikacji mobilnej

Niski churn i poprawę APRU można odczytać także jako oznaki poprawy na rynku mobilnym. Te widoczne były także w wynikach Orange Polska. Zarządy obu spółek są dość optymistyczne co do dalszej ewolucji cen mobilnych w Polsce. Ilość przenoszonych numerów (wg raportów MNP) spadła w 3Q'19 R/R o 11,9% do 396 tys., a wg badań Play większość klientów oczekuje wzrostu cen w średnim terminie. Spodziewamy się, że do końca roku Cyfrowy Polsat także zaadoptuje strategię „więcej GB – drożej”.

Aukcja 5G – nie będzie drogo?

UKE zaprezentowało projekt podziału dostępnego pasma C (3,4-3,8 GHz) na cztery bloki po 80 MHz, które przypadną uczestnikom postępowania. Dwa z nich – bloki C i D – będą ograniczone przez aktualne użycie pasma. Oceniamy, że ograniczenia nie są na tyle istotne by spowodować wysokie ceny w aukcji. UKE przewiduje minimalne wpływy z aukcji na 1 mld PLN. My konserwatywnie zakładamy 844 mln PLN/operator (łącznie 3,4 mld PLN).

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	6 669,8	6 839,2	7 057,6	7 266,2	7 408,8
EBITDA skor.	2 297,6	2 159,4	2 431,9	2 579,3	2 687,3
marża	34,4%	31,6%	34,5%	35,5%	36,3%
EBIT	1 106,9	1 370,6	1 504,0	1 630,5	1 624,7
Zysk netto	387,3	744,5	880,6	964,1	967,5
P/E	20,5	10,7	9,0	8,2	8,2
P/CE	6,7	5,2	4,5	4,1	3,9
P/BV	-37,4	-39,6	25,4	8,7	5,3
EV/EBITDA skor.	6,4	6,8	6,0	5,9	5,5
DPS	0,00	2,57	1,45	1,45	1,45
DYield	0,0%	8,2%	4,6%	4,6%	4,6%

Cena bieżąca	31,30 PLN
Cena docelowa	36,00 PLN
Kapitalizacja	7,94 mld PLN
Free float	3,56 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	40,6 mln PLN

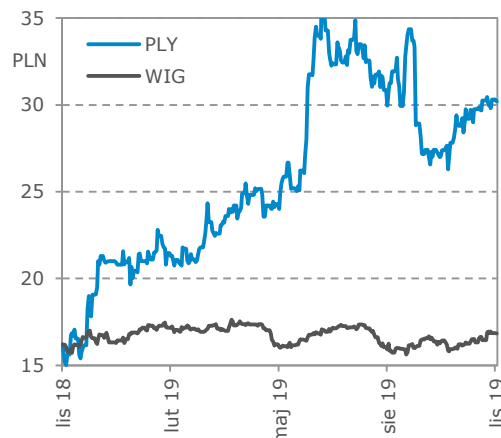
Struktura akcjonariatu

Kenbourne Invest S.A.	25,46%
Tollerton Investments Ltd	24,69%
Investec Asset Mgmt	5,02%
NN OFE	5,01%
Pozostali	44,83%

Profil spółki

Play jest liderem wśród operatorów sieci komórkowej w Polsce (15,0 mln użytkowników) i czwartą najdroższą marką w Polsce, oferuje usługi głównie klientom indywidualnym z miast oraz małemu B2B. Udział klientów kontraktowych w bazie wynosi 66,3%, a przychody z klientów kontraktowych wynoszą 56,3%.

Kurs akcji Play na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Play	36,00	33,10	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Play	31,30	36,00	+15,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody	+0,0%	+0,1%	-0,2%
EBITDA skorygowana	+1,3%	+2,4%	+3,1%
FCFE	+12,9%	+8,4%	+8,5%

Analitik:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl

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

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

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane 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 od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank 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.

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.

mBank 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 14 listopada 2019 o godzinie 08:25.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 14 listopada 2019 o godzinie 08:25.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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 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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wyliczona w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Play wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-09-12	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-31	2019-05-09	2019-04-12	2019-02-04	2018-11-26
cena docelowa (PLN)	33,10	34,20	34,20	29,00	29,00	25,25	26,70	21,30	21,30
kurs z dnia rekomendacji	27,16	33,34	31,22	33,34	25,08	24,42	24,08	22,80	16,54

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl