



Biuro maklerskie

mBank.pl

piątek, 15 maja 2020 | aktualizacja raportu

## Play: kupuj (podtrzymana)

PLY PW; PLY.WA | Telekomunikacja, Polska

### Szansa na wzrost wyników pomimo pandemii, wysoki FCFE

Notowania Play były lepsze od szerokiego indeksu o 17,6 p.p. w ciągu ostatnich 3 miesięcy. Pomimo tego podtrzymujemy nasze pozytywne podejście. Play zaraportował dobre wyniki za 1Q'20. Wzrost APRU o 4,7% R/R jest imponujący i świadczy o poprawie stanu rynku telekomunikacyjnego w Polsce. Ubytek klientów postpaid wyniósł tylko 47 tys. (zaledwie 0,5% bazy), co utwierdza nas w przekonaniu że spółka nie zmieni swojej strategii nastawionej na wartość w miejsce wolumenów. W dodatku Play wygenerował imponujący FCFE (po leasingach) rzędu 340 mln PLN (blisko 2x więcej R/R). Biorąc pod uwagę pozytywne trendy i odporność spółki na pandemię COVID-19, podnosimy nasze prognozy finansowe (o 7%/5% na linii EBITDA skorygowana w latach 2020/21). Play jest notowany na atrakcyjnym wskaźniku 5,8x EV/EBITDA skor. Co ważne, zmieniamy naszą prognozę FCFE na 919 mln PLN (vs. 733 mln PLN poprzednio i guidance Zarządu >800 mln PLN). Tym samym FCFE Yield wynosi blisko 12%, co będzie naszym zdaniem kluczowym argumentem wspierającym Play. Podnosimy cenę docelową do 35,70 PLN i podtrzymujemy rekomendację kupuj.

#### Dobre wyniki za 1Q'20

Wynik EBITDA skorygowana w 1Q'20 wyniósł 607 mln PLN i był wyższy R/R o 5,3%, przy czym spółka zaksięgowała negatywne zdarzenia (na ok. 33 mln PLN) w związku ze wzrostem ryzyka kredytowego klientów spowodowanego COVID-19 (czego spółka nie wyłącza w korektach do EBITDA). Pomimo spadku obrotów sprzętem o blisko 10% R/R, spółka wygenerowała wzrost przychodów o 3,5%. Play wykazał w 1Q'20 wysoki poziom rentowności na sprzedaży sprzętu (18,9%) i wzrost APRU postpaid i prepaid o odpowiednio 3,2%/7,0% R/R (częściowo to efekt wzrostu interkonektu). Spółka wygenerowała FCFE = 341 mln PLN i podtrzymała guidance na cały rok.

#### Szansa na wysokie strumień gotówki w 2020 r.

Play zapłaci dużo wyższy R/R podatek w 2020 r. (szacujemy ok. 340 mln PLN vs. 230 mln PLN rok wcześniej). Jednak z drugiej strony zniwelują go: (1) wzrost wyniku EBITDA, (2) pozytywne saldo na kapitale obrotowym oraz (3) niższe odsetki w wyniku refinansowania części długu i spadku stóp procentowych. FCFE (po leasingach) szacujemy na 919 mln PLN w 2020 r. i 831 mln PLN w 2021 r., co implikuje FCFE Yields = 11,7%/10,6%. To imponujące poziomy, zwłaszcza że spółka jest w trakcie rolloutu swojej sieci.

#### Wzrost ruchu to szanse, nie zagrożenie

Średni popyt na dane w 1Q'20 wyniósł 10,3 GB w przypadku użytkownika postpaid, 37% więcej R/R. „Nowa rzeczywistość” po zniesieniu lock-down będzie zdecydowanie bardziej wirtualna. Stąd spodziewamy się, że popyt na dane będzie wysoki także w średnim i długim terminie. Przełoży się to na kontynuację wzrostu APRU, po +5% R/R w 1Q'20. Play ma 98,7% populacji Polski w zasięgu sieci LTE i 7,9 tys. stacji bazowych. Uważamy, że to wystarczająco by przy odpowiednim zarządzaniu ruchem, minimalizować koszty użycia roamingu narodowego.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	6 839,2	7 040,8	7 101,6	7 211,5	7 360,7
EBITDA skor.	2 159,4	2 436,1	2 530,5	2 602,7	2 683,1
marża	31,6%	34,6%	35,6%	36,1%	36,5%
EBIT	1 370,6	1 499,7	1 566,6	1 574,1	1 627,1
Zysk netto	744,5	867,0	927,1	940,7	944,4
P/E	10,6	9,1	8,5	8,4	8,3
P/CE	5,1	4,4	4,2	4,1	4,0
P/BV	-39,2	24,5	9,5	5,8	4,2
EV/EBITDA skor.	6,7	5,9	5,8	5,5	5,4
DPS	2,57	1,45	1,65	1,65	1,65
DYield	8,3%	4,7%	5,3%	5,3%	5,3%

Cena bieżąca	31,02 PLN
Cena docelowa	35,70 PLN
Kapitalizacja	7,9 mld PLN
Free float	4,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	43,5 mln PLN

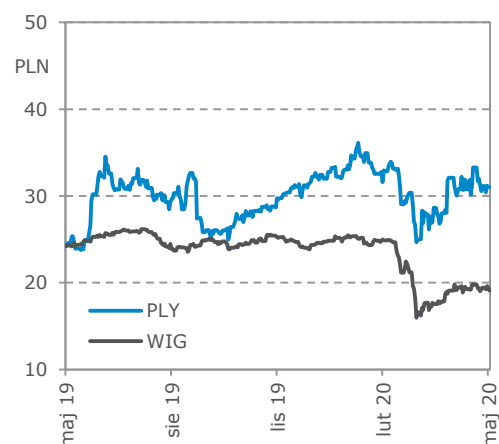
#### Struktura akcjonariatu

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 (15,3 mln użytkowników) i czwartą najdroższą marką w Polsce. Spółka oferuje usługi głównie klientom indywidualnym z miast oraz małemu B2B. Udział klientów kontraktowych w bazie wynosi 65,5%, a przychody z nich wynoszą 43,9%.

#### Kurs akcji PLY na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Play	35,70	33,50	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Play	31,02	35,70	+15,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
Przychody	2,4%	3,2%	3,3%
EBITDA skorygowana	7,2%	5,2%	4,1%
Zysk netto	+16,4%	+12,5%	+17,2%

#### Analitik:

Paweł Szpigel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@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

**PRZEWAGAŻENIE (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 Biura 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 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](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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 15 maja 2020 o godzinie 08:35.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 15 maja 2020 o godzinie 08:35.

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 Biura 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](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 Biurze 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 Biura 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:****Play**

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-03-25	2020-02-05	2019-11-14	2019-09-12	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-31	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	33,50	36,00	36,00	33,10	34,20	34,20	29,00	29,00	25,25
kurs z dnia rekomendacji	29,04	34,80	31,30	27,16	33,34	31,22	33,34	25,08	24,42



## mBank S.A.

Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)