

piątek, 12 kwietnia 2019 | aktualizacja raportu

Play: akumuluj (podwyższona)

PLY PW; PLY.WA | Telekomunikacja, Polska

Powrót do wzrostu wyników i wysoka dywidenda

Od wydania naszego raportu analitycznego z października'18 notowania Play wzrosły o >40%. W międzyczasie Play zaraportował spadek Skorygowanej EBITDA za 2H'18, co wywołało pytania inwestorów o wyniki Spółki w 2019 r. Jednak (1) sądzimy, że Play od 1Q'19 powróci do wzrostu wyników – zakładamy + 6,1% R/R na linii skorygowana EBITDA. Widoczny będzie naszym zdaniem zwłaszcza spadek kosztów roamingu krajowego oraz poprawa sprzedaży smartfonów. Stąd, (2) podwyższamy prognozy wyników na 2019 r. dla Spółki o 5% na linii EBITDA i 11% na linii netto. (3) Play jest notowany obecnie na $EV/EBITDA'19/'20=5,5x/5,5x$ i $P/E'19/'20=7,6x/7,3x$. Poziom wyceny giełdowej jest naszym zdaniem atrakcyjny patrząc na (4) wysoki generowany strumień gotówki (716 mln PLN w 2019 r. implikuje ponadprzeciętny FCFE Yield=12%). (6) Play pozostaje Spółką z najwyższym poziomem dywidendy w polskim sektorze telekomunikacyjnym: DivYield'19 wynosi 6,0% vs. 0,0% OPL i CPS=3,6%. (7) Dzień dywidendy wyznaczony jest już na 2 maja, co może poprawić sentyment do Spółki w najbliższym czasie, podobnie jak (8) zakupy insiderów w ostatnich tygodniach.

Wyraźna poprawa wyników w 1Q'18

Estymujemy, że Play zaraportuje poprawę trendów R/R od 1Q'19. Zakładamy, że przychody Spółki wyniosą 1 672 mln PLN (+2,1% R/R). Widoczny powinien być spadek kosztów roamingu krajowego oraz pozostałych kosztów serwisowych, co spowoduje wzrost marży kontrybucyjnej do 775 mln PLN (+6,6% R/R). Przy nieco większej R/R aktywności marketingowej oraz wyższych kosztach utrzymania sieci, zakładamy że Play wykaże 550,1 mln PLN skorygowanego zysku EBITDA (+6,1% R/R). Zysk netto powinien wynieść z kolei 186,2 mln PLN (+21,8% R/R). Sądzimy, że publikacja wyników za 1Q'19 wzbudzi pozytywny sentyment po 3,8% spadku R/R skorygowanej EBITDA w 2H'18.

Sytuacja kredytowa i wysoka dywidenda

Poziom długu netto/ EBITDA w Play na koniec 2018 r. wyniósł 3,1x. Spółka po obniżeniu dywidendy z 2,56 PLN do 1,45 PLN jest naszym zdaniem na dobrej drodze do stopniowego oddłużania się. Zakładamy, że na koniec 2019 r. wskaźnik wyniesie 2,8x. Kluczowym ryzykiem są aukcje częstotliwości. Patrząc na toczącą się właśnie aukcje 3,6 GHz w Niemczech, zakładamy wydatek rzędu 590 mln PLN na 1/4 pasma w Polsce. Podkreślamy jednocześnie, że prezes UKE chce przeprowadzić przetarg zamiast aukcji i rozdysonować pasmo równo między operatorów. To możliwe najkorzystniejszy scenariusz dla telekomów. Odnosnie aukcji pasma 700 MHz, sądzimy że nie wydarzy się ona przed 2022 r.

Brak nogi stacjonarnej

Jednym z kluczowym ryzykiem dla Play pozostaje brak nogi stacjonarnej, podczas gdy każdy z trzech pozostałych MVO podjął decyzję o wejściu w konwergencję. Jednak ryzyka nie należy przesadnie dyskutować w wycenie walorów Play. Naszym zdaniem opcją dla Spółki jest podpisanie, w ślad za T-Mobile, umowy na leasing sieci FTTH z Orange Polska. Nie dublując sieci, Play zapewni sobie możliwość oferty konwergentnej na kluczowym dla siebie rynku dużych i średnich miast.

| (mln PLN) | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody | 6 669,8 | 6 839,2 | 6 991,9 | 7 112,8 | 7 260,5 |
| EBITDA skor. | 2 297,6 | 2 159,4 | 2 261,9 | 2 312,2 | 2 370,6 |
| marża | 34,4% | 31,6% | 32,4% | 32,5% | 32,7% |
| EBIT | 1 106,9 | 1 370,6 | 1 421,4 | 1 453,3 | 1 448,4 |
| Zysk netto | 387,3 | 744,5 | 801,0 | 839,6 | 850,1 |
| P/E | 15,8 | 8,2 | 7,6 | 7,3 | 7,2 |
| P/CE | 5,2 | 4,0 | 3,8 | 3,7 | 3,5 |
| P/BV | - | - | 26,2 | 8,1 | 4,8 |
| EV/EBITDA skor. | 5,6 | 5,9 | 5,5 | 5,5 | 5,1 |
| DPS | 0,00 | 2,57 | 1,45 | 1,27 | 1,27 |
| DYield | 0,0% | 10,7% | 6,0% | 5,3% | 5,3% |

| | |
|-------------------------------|--------------|
| Cena bieżąca | 24,08 PLN |
| Cena docelowa | 26,70 PLN |
| Kapitalizacja | 6,11 mld PLN |
| Free float | 3,02 mld PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 23,7 mln PLN |

Struktura akcjonariatu

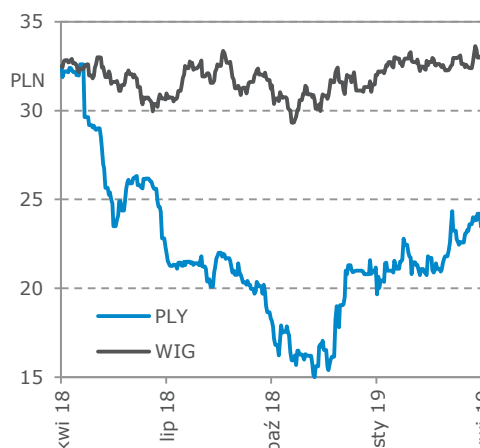
| | |
|-------------------------------|--------|
| Tollerton Investments Limited | 27,63% |
| Telco Holdings S.à r.l. | 27,30% |

| | |
|-----------|--------|
| Pozostali | 45,07% |
|-----------|--------|

Profil spółki

Play jest liderem wśród operatorów sieci komórkowej w Polsce (14,9 mln użytkowników) i czwartą najdroższą marką w Polsce, ofertuje usługi głównie klientom indywidualnym z miast oraz małemu B2B. Udział klientów kontraktowych w bazie wynosi 61,8%, a przychody z klientów kontraktowych wynoszą 77,4%.

Kurs akcji Play na tle WIG



| Spółka | Cena docelowa | | Rekomendacja | |
|--------|---------------|-------|--------------|---------|
| | nowa | stara | nowa | stara |
| Play | 26,70 | 21,30 | akumuluj | trzymaj |

| Spółka | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|--------|--------------|---------------|------------------|
| | 24,08 | 26,70 | +10,9% |

| Zmiana prognoz od ostatniego raportu | 2018P | 2019P | 2020P |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|
| Przychody | +1,2% | +1,3% | +2,1% |
| EBITDA skorygowana | +4,7% | +4,6% | +5,4% |
| Zysk netto | +11,4% | +15,2% | +14,6% |

Analitik:

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
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

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.

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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 12 kwietnia 2019 o godzinie 8:45.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 12 kwietnia 2019 o godzinie 8:45.

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.

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

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_rynnek/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) – wycena 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 | trzymaj | kupuj | kupuj | trzymaj | redukuj |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-11-26 | 2018-10-17 | 2018-08-30 | 2018-07-03 |
| cena docelowa (PLN) | 21,30 | 21,30 | 21,50 | 22,60 | 23,50 |
| kurs z dnia rekomendacji | 22,80 | 16,54 | 17,14 | 21,90 | 24,88 |

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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

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

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

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

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

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

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

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