

piątek, 31 maja 2019 | aktualizacja raportu

Play: kupuj (podwyższona)

PLY PW; PLY.WA | Telekomunikacja, Polska

Jeszcze nie czas na realizację zysków!

Notowania Play od wydania naszego raportu analitycznego z paź'18 wzrosły o 56%, wyprzedzając konkurencyjny Cyfrowy Polsat o 43%. Pomimo tego sądzimy, że spółka ma dalszy potencjał do wzrostów. (1) Wyniki za 1Q'19 potwierdzają naszą tezę o przełamaniu spadkowego trendu na wynikach z 2018 r. Play zaraportował wzrost skorygowanej EBITDA o >11%, w całym 2019 r. spodziewamy się lepszego wyniku o >7%. (2) Spółka generuje wciąż najwyższy FCFE Yield w sektorze (11,6-12,2% w 2019-20) i deklaruje jego wypłatę na poziomie 40-50% w kolejnych latach, co z kolei implikuje (3) najwyższy w sektorze poziom dywidendy DYield'19/20 5,8%/5,2% vs. CPS = 3,7%/3,7% i OPL = 0,0%/0,0%. (3) Pozwala na to pozycja bilansowa grupy. Dług netto/ EBITDA wynosi 2,7x, spółka ma duże możliwości do dalszego zadłużenia się, stąd aukcja częstotliwości 5G w przyszłym roku nie powinna złamać polityki dywidendowej, co jest obecnie kluczową obawą inwestorów. (4) Podnosimy nasze prognozy wyników i aktualizujemy wskaźniki dla spółek porównywalnych. Poziom ceny docelowej wyznaczamy na 29,00 PLN, co implikuje >15% wzrostu.

Aukcja 5G – kluczowe ryzyko dla dywidendy

Play wykazuje generację bardzo wysokiego strumienia gotówki z działalności operacyjnej (CFO/kapitalizacja=31,8%!). Stąd, pomimo inwestycji w rollout własnej sieci (CAPEX >800 mln PLN w 2019 r., tj. 11,6% vs. przychody – dość wysoki poziom dla operatora mobilnego) oraz relatywnie wysokiej dywidendy (blisko połowa FCFE), spółka obniży w ciągu roku poziom zadłużenia z 3,08x do 2,73x na koniec 2019 r. Obecnie zakładamy wydatek rządu 1,0 mld PLN na częstotliwości 5G w 2020 r. i wskaźnik zadłużenia w tym scenariuszu wynosi 2,88x EBITDA na koniec roku. Sądzimy jednak, że nawet w przypadku większych nakładów (1,5 mld PLN), wskaźnik wzrasta do 3,13x, co naszym zdaniem będzie akceptowalne dla Zarządu.

Dobre wyniki za 1Q'19

Play zaraportował wyniki za 1Q'19 powyżej oczekiwań. Głównym punktem zaskoczenia była wyższa rentowność na obrocie sprzętem (aż 21,5% w okresie). Zakładamy spadek marży w długim okresie do >17%. Drugim elementem zaskoczenia były niskie koszty roamingu krajowego (spadek o 31% R/R w 1Q'19) przy utrzymaniu innych pozycji kosztowych w ryzach. To efekt inwestycji w sieć własną, potwierdzenie zapowiedzi Zarządu z końca 2018 r. Czynnikiem będzie widoczny w nadchodzących kwartałach w wynikach. Skorygowana EBITDA była w 1Q'19 wyższa R/R o 11,2%. To istotna zmiana spadku wyniku w 2018 r. o 6,0%.

Pierwsze oznaki poprawy rynku?

Ceny usług telekomunikacyjnych na rynku polskim są jedne z najniższych w Europie (średnie ARPU mobilne jest ok. 54% niższe niż średnia europejska). Orange zdecydowało się w połowie maja 2019 na podwyższenie cen swoich taryf abonamentowych o 5 PLN, oferując jednocześnie większe pakiety danych. Sądzimy, że zarządy PLY i CPS mogą zdecydować na się podobną politykę „więcej za więcej”, co pozwoliłoby odwrócić spadki cen na rynku.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	6 669,8	6 839,2	6 963,6	7 061,9	7 184,1
EBITDA skor.	2 297,6	2 159,4	2 312,0	2 376,1	2 426,7
marża	34,4%	31,6%	33,2%	33,6%	33,8%
EBIT	1 106,9	1 370,6	1 471,5	1 517,4	1 478,6
Zysk netto	387,3	744,5	838,8	889,2	865,4
P/E	16,4	8,5	7,6	7,2	7,4
P/CE	5,4	4,1	3,9	3,7	3,6
P/BV	-	-	23,5	7,7	4,7
EV/EBITDA skor.	5,7	6,0	5,4	5,6	5,3
DPS	0,00	2,57	1,45	1,31	1,37
DYield	0,0%	10,3%	5,8%	5,2%	5,5%

Cena bieżąca	25,08 PLN
Cena docelowa	29,00 PLN
Kapitalizacja	6,36 mld PLN
Free float	3,14 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	32,3 mln PLN

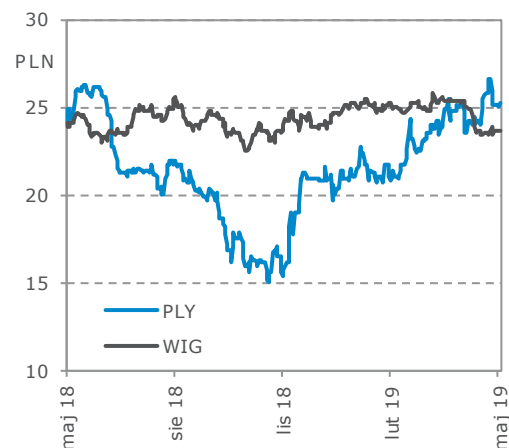
Struktura akcjonariatu

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, oferuje 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	29,00	25,25	kupuj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Play	25,08	29,00

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
	Przychody	-0,4%	-0,7%
EBITDA skorygowana	+2,2%	+2,8%	+2,4%
Zysk netto	+4,7%	+5,9%	+5,3%

Analityk:

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 księgową
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 księgową) – 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:

KUPIJ – 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 31 maja 2019 o godzinie 8:27. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 31 maja 2019 o godzinie 8:27.

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_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 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	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2019-05-09	2019-04-12	2019-02-04	2018-11-26	2018-10-17	2018-08-30	2018-07-03
cena docelowa (PLN)	25,25	26,70	21,30	21,30	21,50	22,60	23,50
kurs z dnia rekomendacji	24,42	24,08	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 Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@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

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

Piotr Poniatowski
+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