

czwartek, 12 września 2019 | aktualizacja raportu

Play: kupuj (podwyższona)

PLY PW; PLY.WA | Telekomunikacja, Polska

Nieuzasadniona przecena, dobry 2H'19 przed nami

Notowania Play spadły w ciągu 5 dni o 19,4% (-22,3 p.p. vs. WIG) w reakcji na sprzedaż 9% pakietu akcji przez głównych właścicieli oraz ryzyka związane z budową 5G. Sądzymy, że obecna cena rynkowa jest atrakcyjna, a inwestorzy przesadnie zareagowali na powyższe zdarzenia. (1) Play wrócił do zachęcających wskaźników: DivYield'20 wynosi 5,2% (vs. 0,0% OPL PW i 3,3% CPS PW), a FCFE Yield'19 = 11,6%. Spółka wygeneruje wysokie wyniki w 2H'19 (skorygowana EBITDA +8,2% R/R). (3) Minister Cyfryzacji Marek Zagórski szacuje obecnie, że aukcja spektrum 3,4-3,8 GHz przyniesie ok. 1,0-1,5 mld PLN, co należy interpretować pozytywnie, a dodatkowo (4) pasmo 700 MHz ma być hurtowo dystrybuowane przez jednego, narodowego operatora – co wyklucza ryzyko drogiej aukcji, jak w przypadku Włoch. Co więcej, (5) Play zaraportował dobre wyniki za 2Q'19, wskazujące na poprawę sytuacji na rynku mobilnym. Stąd, uznajemy akcje Play za niedowartościowane. Aktualizujemy model finansowy po wynikach za 2Q'19. Obecna cena docelowa to 33,10 PLN, co implikuje 22% potencjał wzrostu. Biorąc pod uwagę wskaźniki wyceny, tempo wzrostu wyników oraz wielkość dywidendy, waluacja giełdowa Play wygląda atrakcyjniej niż w przypadku Cyfrowego Polsatu.

Bardzo dobre wyniki za 2Q'19

Play zaraportował wzrost skorygowanej EBITDA o 17,1% R/R w 2Q'19. Spółka utrzymała niewielki wzrost bazy kontaktowych klientów Q/Q, przy wzroście ARPU postpaid o 1,8% R/R (pierwszy raz od ponad 10 kwartałów) i spadku kosztów SAC o 12,8% R/R. Play utrzymał w 2Q'19 wysoką marżę na sprzedaży sprzętu (20,1% w 2Q'19, tj. +1,7 p.p. R/R) przy stabilnych obrotach. Jednocześnie spółka wykazała spadek kosztów reklamy. Zestaw zdarzeń świadczy o poprawie sytuacji rynkowej. Strategia koncentracji na utrzymaniu obecnych klientów pozytywnie wpływa na wyniki. Zakładamy materialną poprawę EBITDA także w 3Q' i 4Q'19.

Jednak aukcja na 3,4-3,8 GHz

UKE poinformował w ostatnim czasie, że wybrał aukcję jako formę rozdysponowania spektrum 3,4-3,8 GHz. Przy rosnących potrzebach budżetowych (z związku z deklaracjami wyborczymi) niesie to spore ryzyko powtórzenia ultradrogiej aukcji 800 MHz. Jednak na chwilę obecną brakuje szczegółów dot. organizacji postępowania. Kluczowe będzie wskazanie czy do aukcji będą dopuszczeni tylko czterej polscy MVNO oraz czy cztery bloki będą dostępne w równych wielkościach. Przyjmując twierdzącą odpowiedź na powyższe kwestie oraz biorąc pod uwagę, że Minister Cyfryzacji szacuje przychody z pasma na 1,0-1,5 mld PLN, podwyższamy CAPEX na częstotliwości w Play o 200 mln PLN w 2020 r.

Ryzyko związane z przetargami na sprzęt RAN 5G

Wykuzenie Huawei, głównego dostawcy sprzętu RAN, z przetargów na sprzęt 5G niesie w przypadku Play dwa główne ryzyka: potencjalny wzrost cen (z/w na ograniczenie liczby dostawców) oraz potrzebę kosztownej integracji sprzętu 2-4G z nowym 5G. Stąd, podwyższamy nieznacznie nasze założenia dot. CAPEX na kolejne lata (jednak przyjmujemy, że CAPEX na sprzęt RAN 5G będzie tylko nieznacznie większy).

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	6 669,8	6 839,2	7 054,4	7 255,9	7 421,4
EBITDA skor.	2 297,6	2 159,4	2 401,6	2 519,5	2 607,7
marża	34,4%	31,6%	34,0%	34,7%	35,1%
EBIT	1 106,9	1 370,6	1 453,8	1 571,8	1 546,3
Zysk netto	387,3	744,5	826,4	898,9	894,8
P/E	17,8	9,3	8,3	7,7	7,7
P/CE	5,8	4,5	3,9	3,7	3,5
P/BV	-	-	26,6	8,6	5,2
EV/EBITDA skor.	5,9	6,3	5,7	5,7	5,3
DPS	0,00	2,57	1,45	1,42	1,42
DYield	0,0%	9,5%	5,3%	5,2%	5,2%

Cena bieżąca	27,16 PLN
Cena docelowa	33,10 PLN
Kapitalizacja	6,89 mld PLN
Free float	3,43 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	40,9 mln PLN

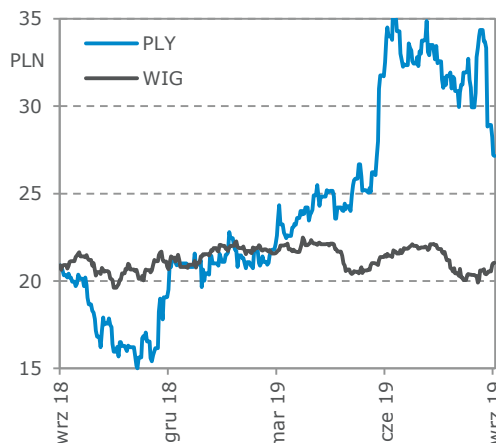
Struktura akcjonariatu

Kenbourne Invest S.A.	25,46%
Tollerton Investments Ltd	24,69%
Investec Asset Mgmt	5,02%
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	33,10	34,20	kupuj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Play	27,16	33,10	+21,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody	+1,1%	+1,7%	+1,5%
EBITDA skorygowana	+1,9%	+1,7%	+1,4%
Zysk netto	-5,2%	-6,9%	-8,3%

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 przedstawieniem 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 12 września 2019 o godzinie 08:35.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 12 września 2019 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 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) – 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

[Play](#)

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-31	2019-05-09	2019-04-12	2019-02-04	2018-11-26	2018-10-17
cena docelowa (PLN)	34,20	34,20	29,00	29,00	25,25	26,70	21,30	21,30	21,50
kurs z dnia rekomendacji	33,34	31,22	33,34	25,08	24,42	24,08	22,80	16,54	17,14

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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, 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

Jędrzej Łukomski

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

Adam Prokop

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

Bartosz Orzechowski

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

Tomasz Galanciak

+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@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

Joanna Łukasik

+48 22 697 48 82
joanna.lukasik@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