

środa, 25 marca 2020 | aktualizacja raportu

Play: kupuj (podwyższona)

PLY PW; PLY.WA | Telekomunikacja, Polska

Wysoki FCFE pomimo pandemii

Zgodnie z naszymi przypuszczeniami, notowania WIG-Telekomunikacja spadają mniej niż szeroki rynek (w ciągu miesiąca -15,3% vs. WIG -26,9%). Kluczowe ryzyka dla sektora to: (1) dynamiczny wzrost ruchu i możliwe przeciążenia sieci, (2) spadek liczby klientów, (3) załamanie się obrotów sprzętem spotęgowane zamknięciem punktów sprzedaży, (4) spadek popytu na roaming międzynarodowy oraz (5) dość wysokie zalewarowanie. W scenariuszu bazowym zakładamy, że wpływ powyższych czynników będzie skutkował spadkiem EBITDA Skorygowana o 3,1% R/R w 2020 r., przy czym największy negatywny wpływ będzie mieć spadek sprzedaży sprzętu i jej niższa rentowność. Estymujemy, że Play wygeneruje 733 mln PLN (oficjalny guidance to ciągle >800 mln PLN), co i tak implikuje wysoki FCFE Yield rzędu 9,9%. Zwracamy uwagę, że mniejsza skłonność klientów do przenoszenia numerów powinna zaowocować niższymi kosztami reklamy, a lawinowy wzrost popytu na transfer danych (+ 30-40%) będzie podnosić ARPU Play w nadchodzących miesiącach. Po aktualizacji naszego modelu finansowego, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 33,50 PLN. Play pozostaje naszym top pick w sektorze. Największym ryzykiem jest dość duży dług netto/EBITDA (2,9x na koniec 2020 r. przy założeniu 550 mln wydatków w tegorocznej aukcji 5G). Nie obawiamy się problemów płynnościowych, lecz większej wrażliwości na potencjalny derating sektora. Co ważne, sądzimy że Play wypłaci stabilną R/R dywidendę, co implikuje wysoki DYield = 5,0%. W otoczeniu niskich stóp procentowych powinno to wzmacniać sentyment do spółki. Ze względu na niepewne otoczenie wskazujemy, że nasza prognoza może być obciążona dużym błędem. W publikacji przedstawiamy dwa alternatywne scenariusze.

Niższa sprzedaż sprzętu i awarie sieci

Zamknięcie galerii handlowych ma bezpośredni wpływ na sieć sprzedaży telekomów. Sieć Play dysponowała ok. 760 punktami sprzedaży. Obecnie ok. 400 (ok. 53%) jest zamkniętych. Sądzymy, że nawet jeśli reszta będzie otwarta, to i tak zainteresowanie nowymi telefonami w najbliższym czasie będzie drastycznie niższe. Zakładamy spadek sprzedaży sprzętu w całym roku o 25% oraz pogorszenie się rentowności. Niemniej jednak spowolnienie obrotów sprzętem powinno mieć pozytywny wpływ na kapitał obrotowy w 2020 r. Dużym ryzykiem są także awarie sieci ze względu na istotny wzrost ruchu. T-Mobile, jak i UPC Polska poinformowały ostatnio o stabilizacji ruchu w sieciach, a nadawcy kontentu jak Netflix celowo obniżają maksymalną jakość streamów. Przyjmujemy, że większe problemy techniczne w sieciach nie wystąpią.

Podejście do wydatków inwestycyjnych

Naszym zdaniem Play będzie kontynuować wydatki inwestycyjne zgodnie z podanym guidance na 2020 r. Zakładamy, że spółka nie spowolni rozwoju własnej sieci mobilnej. Stąd spodziewamy się, że CAPEX (z wyłączeniem wydatków na częstotliwości) wyniesie w 2020 r. 898 mln PLN (guidance: 850 -900 mln PLN). CAPEX/sprzedaż wynosi w latach 2020 i 2021 r. odpowiednio: 13,0% i 13,2%, a potem spada do 10% w długim terminie. Przyjmujemy, że aukcja 5G odbędzie się w 2020 r.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	6 839,2	7 040,8	6 933,2	6 985,1	7 128,1
EBITDA skor.	2 159,4	2 436,1	2 359,5	2 474,6	2 576,8
marża	31,6%	34,6%	34,0%	35,4%	36,2%
EBIT	1 370,6	1 499,7	1 395,6	1 442,9	1 520,1
Zysk netto	744,5	867,0	796,7	836,2	806,1
P/E	9,9	8,5	9,2	8,8	9,1
P/CE	4,8	4,2	4,3	4,0	4,0
P/BV	-	22,9	9,8	6,0	4,4
EV/EBITDA skor.	6,5	5,7	6,0	5,6	5,5
DPS	2,57	1,45	1,45	1,45	1,45
DYield	8,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Cena bieżąca	29,04 PLN
Cena docelowa	33,50 PLN
Kapitalizacja	7,4 mld PLN
Free float	3,7 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	38,8 mln PLN

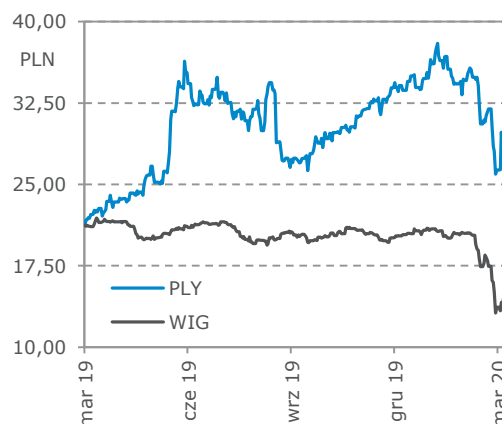
Struktura akcjonariatu

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, ofertuje usługi głównie klientom indywidualnym z miast oraz małemu B2B. Udział klientów kontraktowych w bazie wynosi 65,5%, a przychody z klientów kontraktowych wynoszą 43,9%.

Kurs akcji Play na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Play	33,50	36,00	kupuj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Play	29,04	33,50	+15,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
Przychody	-4,6%	-5,7%	-5,3%
EBITDA skorygowana	-8,5%	-7,9%	-6,3%
FCFE	-17,4%	-13,6%	-13,8%

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 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”), które 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 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 stanowił 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.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 25 marca 2020 o godzinie 08:32.
 Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 marca 2020 o godzinie 08:32.

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, 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

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 Biurze maklerskim mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branż 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	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-02-05	2019-11-14	2019-09-12	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-31	2019-05-09	2019-04-12
cena docelowa (PLN)	36,00	36,00	33,10	34,20	34,20	29,00	29,00	25,25	26,70
kurs z dnia rekomendacji	34,80	31,30	27,16	33,34	31,22	33,34	25,08	24,42	24,08

mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@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 Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@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