

piątek, 18 września 2020 | aktualizacja raportu

Play: kupuj (podwyższona)

PLY PW; PLY.WA | Telekomunikacja, Polska

Pesymizm nieuzasadniony, wciąż wysoka generacja gotówki

Notowania Play spadły w ciągu ostatniego miesiąca o 17,6% i były istotnie gorsze od szerokiego rynku (o 12,2 p.p.). Sądzymy, że to reakcja rynku na ryzyko związane z Huawei, kończący się w dniu dzisiejszym lock-up na akcjach głównych akcjonariuszy Play nałożony po transakcjach sprzedaży w maju'20 oraz podaż akcji związana z planowanym wejściem Allegro na GPW. Play podał do wiadomości szacunki negatywnego wpływu wykluczenia Huawei z dostaw infrastruktury telekomunikacyjnej. Kwota 900 mln PLN to 0,36x rocznego wyniku EBITDA spółki i FCFE zakładanego przez nas na 2020 rok. Sądzymy, że nawet w przypadku realizacji negatywnego scenariusza (który nanosimy na nasze model wyceny i przyjmujemy jako bazowy), Play nie zmieni polityki dywidendowej i będzie wypłacać 1,65 PLN na akcję, co implikuje atrakcyjny DivYield rzędu 6,3%. Wysoka dywidenda to pochodna niezachwianej wysokiej zdolności Play do generacji gotówki. FCFE w telekomie w 2020 r. szacujemy na blisko 920 mln PLN (Yield = 13,8%). W latach 2021-22, pomimo założenia rocznych nakładów 130 mln PLN na wymianę sprzętu Huawei spodziewamy się FCFE rzędu 700 i 760 mln PLN, co implikuje ciągłe Yield = 11-12%. To główny argument, który inwestorzy powinni obecnie dyskontować pozytywnie. Telekom jest notowany na atrakcyjnych wskaźnikach: $EV/EBITDA'20 = 5,3x$ i $P/E'20 = 7,2x$. Podnosimy nasze zalecenie inwestycyjne do kupuj, a nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 35,20 PLN, co implikuje 35% potencjał wzrostu. Nasza cena docelowa nie uległa dużej zmianie, gdyż negatywny efekt ryzyka Huawei został skompensowany przez wzrost wskaźników dla spółek porównywalnych.

Ryzyko wykluczenia Huawei

We wrześniu'20 do konsultacji trafił projekt nowelizacji ustawy o krajowym cyberbezpieczeństwie, który wprowadza mechanizm szacowania poziomu ryzyka korzystania z produktów sieciowych oraz IT. Sprzęt dostawców zakwalifikowanych jako ryzykowni może być wg projektu wycofany w ciągu 5 lat, a nowe zakupy wzbронione. Projekt niesie zwiększone prawdopodobieństwo wykluczenia Huawei z rynku infrastruktury, czego efekt Zarząd Play szacuje na dodatkowe wydatki rzędu 900 mln PLN w ciągu 7 lat.

Dywidenda nawet w przypadku powyższego scenariusza

Konserwatywnie zakładamy dodatkowe nakłady inwestycyjne rzędu 129 mln PLN przez 7 lat począwszy od 2021 r. (co sumuje się do 900 mln PLN), w wyniku czego wskaźnik CAPEX/przychody przyjmujemy na 14% w latach 2021-22 i 12% w okresie późniejszym. Pomimo zwiększonego CAPEXu, Play wygeneruje wysokie przepływy FCFE w kolejnych latach, a przy stabilnej R/R dywidendzie i wydatku na częstotliwości 5G rzędu 550 mln PLN, Play powinien zakończyć 2021 r. z zadłużeniem netto/EBITDA na poziomie 2,5x. Stąd uważamy, że ustawa o cyberbezpieczeństwie nie zmieni polityki dywidendowej Play. Zakładamy 1,65 PLN w kolejnych latach, co przekłada się na wysoki DivYield. W obecnym środowisku niskich stóp procentowych jest dużym argumentem wspierającym sentyment do Play.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	6 855,7	7 040,8	7 101,6	7 211,5	7 360,7
EBITDA skor.	2 185,5	2 436,1	2 530,5	2 602,7	2 683,1
marża	31,9%	34,6%	35,6%	36,1%	36,5%
EBIT	1 396,7	1 499,7	1 566,6	1 574,1	1 618,6
Zysk netto	770,6	867,0	927,1	940,7	936,9
P/E	8,6	7,7	7,2	7,1	7,1
P/CE	4,3	3,7	3,6	3,4	3,4
P/BV	-	20,6	8,0	4,9	3,6
EV/EBITDA skor.	6,1	5,4	5,3	5,1	5,0
DPS	2,57	1,45	1,65	1,65	1,65
DYield	9,8%	5,5%	6,3%	6,3%	6,3%

Cena bieżąca	26,16 PLN
Cena docelowa	35,20 PLN
Kapitalizacja	6,64 mld PLN
Free float	3,29 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	29,3 mln PLN

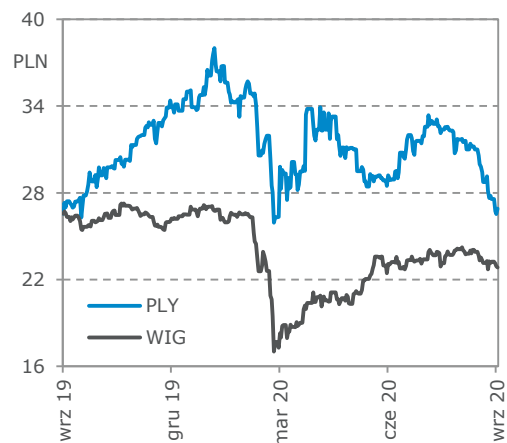
Struktura akcjonariatu

Kenbourne Invest S.A.	20,1%
Tollerton Investments Ltd	20,1%
NN OFE	5,6%
Pozostali	54,2%

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	35,20	35,70	kupuj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Play	26,16	35,20	+34,5%

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 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 Biura 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, 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_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, Sygnity, 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 18 września 2020 o godzinie 08:37.
 Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 18 września 2020 o godzinie 08:37.

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_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) – 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	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-08-04	2020-05-15	2020-03-25	2020-02-05	2019-11-14	2019-09-12	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	35,70	35,70	33,50	36,00	36,00	33,10	34,20
kurs z dnia rekomendacji	32,54	31,02	29,04	34,80	31,30	27,16	33,34

mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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