

wtorek, 3 lipca 2018 | aktualizacja raportu

## Play: redukuje (obniżona)

PLY PW; PLY.WA | Telekomunikacja, Polska

### Powrót do wzrostów mało prawdopodobny

W ciągu ostatnich 3 miesięcy notowania Play uległy obniżeniu o 19,0% i były gorsze od szerokiego rynku o ponad 13%. W tym okresie słabe wyniki za 1Q'18 potwierdziły tezę z naszego styczniowego raportu analitycznego: (1) Play z pozycją lidera (udział w rynku mobilnym 28,8%) nie jest w stanie podtrzymać tempa wzrostu bazy abonenckiej przy zachowaniu stabilnych cen i kosztów akwizycji klienta, (2) ze względu na istotny wzrost zużycia danych (dane mobilne +45% R/R ogółem w 1Q'18) Spółka nie dotrzyma obietnic z IPO dot. spadku kosztów roamingu krajowego. Po aktualizacji prognoz obniżamy wycenę dla jednego waloru Play do 23,50 PLN, co implikuje >5% spadku oraz zalecenie inwestycyjne do redukcji. Podkreślamy, że (3) wyniki za 2Q'18 przyniosą kolejne rozczarowanie (>-10% na linii EBITDA R/R), a (4) szanse na przejście Play przez UPC są relatywnie niskie. W dodatku Play ma (5) bardziej ryzykowny profil inwestycyjny (zalewarowanie >3,0x EBITDA przy dużo niższej bazie aktywów vs. konkurencja) i (6) jest w słabszej pozycji rynkowej do Orange Polska i Cyfrowego Polsatu z ofertami łączonymi fixed + mobile, co w długim terminie będzie powodować presję cenową. (7) Spodziewamy się także cięcia dywidendy od 2019 r. Premia rządu 28% premią do telekomów CEE i 4% do telekomów zachodnioeuropejskich na wskaźniku EV/EBITDA'18 jest naszym zdaniem nieuzasadniona.

### Słabe wyniki za 2Q'18

Niższe tempo wzrostu użytkowników postpaid będzie widoczne też w 2Q'18 (zakładamy akwizycje netto rządu -34 tys.), podobnie jak mniejsze obroty sprzętem. Negatywny wpływ będą mieć: wprowadzenie RLAH -30 mln PLN oraz wzrost kosztów roamingu krajowego. Stąd, w 2Q'18, przy założeniu marży na sprzęcie 19,6%, skorygowana EBITDA wyniesie 538 mln PLN i będzie 10,1% niższy R/R, co oznacza kolejny słaby kwartał w Play.

### Ryzyko spadku dywidendy

Przyjmując maks. poziom wypłat (75% FCEE) dywidenda w 2019/20 r. wyniesie 2,05 PLN/2,15 PLN na akcję (vs. 2,65 PLN w 2018 r.). Przy obecnym poziomie zadłużenia (3,25x na koniec 1Q'18 z uwzgl. dywidendy), braku nogi stacjonarnej i negatywnych trendach wynikowych, decyzja Play o płaskiej R/R dywidendzie jest zbyt ryzykowna. Zmiana na stanowisku CEO od VII'18 może być „dobrą” okazją do obniżenia oczekiwań inwestorów.

### Zmiana strategii możliwa

Dążenie telekomów do konwergencji jest widoczne zarówno na rynku polskim, jak i zagranicznym. W maju'18 Vodafone kupił operatorów kablowych Liberty z Niemiec, Czech, Rumunii i z Węgier, czyli na rynkach, gdzie zamierza wdrożyć ofertę fixed + mobile. Na rynku polskim, Cyfrowy Polsat przejął kontrolę nad Netią i wprowadził jej ofertę do salonów Plus od czerwca'18. T-Mobile z kolei negocjuje hurtowy dostęp do sieci FTTH z Orange Polska, ale może być też zainteresowany zakupem UPC. Stąd, w ciągu kilku miesięcy Play może być jedynym graczem tylko mobilnym na polskim rynku. Zmiana strategii jest naszym zdaniem prawdopodobna.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 117,6	6 669,8	6 808,6	6 992,3	7 140,4
EBITDA skor.	2 035,4	2 297,6	2 176,4	2 230,0	2 284,8
marża	33,3%	34,4%	32,0%	31,9%	32,0%
EBIT	1 290,3	1 106,9	1 362,6	1 328,5	1 345,8
Zysk netto	712,1	387,3	775,4	757,9	804,4
P/E	8,9	16,3	8,1	8,3	7,8
P/CE	4,7	5,3	4,1	3,9	3,7
P/BV	4,7	-	-	41,6	15,3
EV/EBITDA skor.	5,6	5,7	6,0	5,8	5,6
DPS	0,00	1,45	2,56	2,05	2,15
DYield	0,0%	5,8%	10,3%	8,2%	8,6%

Cena bieżąca	24,88 PLN
Cena docelowa	23,50 PLN
Kapitalizacja	6,31 mld PLN
Free float	3,11 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	14,82 mln PLN

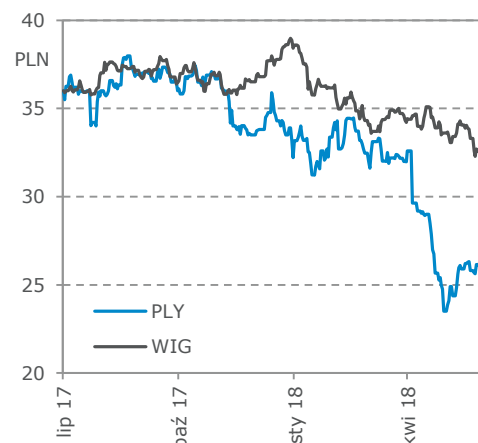
### Struktura akcjonariatu

Tollerton Investments Limited	27,65%
Telco Holdings S.à r.l.	27,32%
Pozostali	45,03%

### 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	23,50	30,93	redukuje	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Play	24,88	23,50

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
	Przychody	-3,6%	-4,8%
EBITDA skorygowana	-8,6%	-9,4%	-9,0%
Zysk netto	-15,6%	-20,8%	-18,8%

### Analitik:

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto: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 6-9 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 opracowania oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cyfrowy Polsat, Orange Polska.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał umowę o świadczenie usług maklerskich dla spółki Netia.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi od spółek: Cyfrowy Polsat, Orange Polska i Netia.

mBank S.A. jest stroną umowy abonamentowej zawartej z Orange Polska S.A.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 3 lipca 2018 o godzinie 8:36.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 lipca 2018 o godzinie 8:36.

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.

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.

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 metodologiczną 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	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	30,93	34,70
kurs z dnia rekomendacji	32,70	33,20

## Dom Maklerski mBanku

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

### Departament Analiz

**Kamil Kliszc**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Zybala**  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)