

piątek, 15 czerwca 2018 | aktualizacja raportu

Cyfrowy Polsat: akumuluj (podwyższona)

CPS PW; CPS.WA | TMT, Polska

Wysoka generacja gotówki, dobra pozycja strategiczna

Po transakcji sprzedaży części akcji Sensor Overseas, notowania Cyfrowego Polsatu spadły do poziomu 22,76 PLN. CPS jest notowany obecnie na EV/EBITDA'18 = 6,6x, tj. z 10% dyskontem do historycznej średniej z ostatnich 3 lat. Sądzymy, że obecny poziom notowań jest atrakcyjny. Po aktualizacji naszego modelu finansowego (zmiana prognoz wyniku głównie z wprowadzenia standardu IFRS15), cenę docelową wyznaczamy na 24,90 PLN, co implikuje >9% potencjał wzrostowy. (1) Głównym argumentem wspierającym nasze pozytywne podejście jest wysoka generacja gotówki. Zakładając wypracowanie 1,49/1,66 mld PLN w 2018/19 r. FCFE Yield wynosi 10,2%/11,4%. Dodatkowo, po przejęciu kontroli nad Netią (2) CPS zwiększył pojemność swojej sieci, co jest ważne w warunkach rosnącego w tempie >50% R/R zużycia danych per użytkownik w sieciach mobilnych. (3) Pozytywnie podchodzimy także do szybkiego wyjścia na rynek z ofertą konwergentną „fixed + mobile” już od poł. czerwca'18. Ruch powinien wyciszyć odpływ klientów Netii w dużych miastach, gdzie CPS ma ciągle ok. 1/3 użytkowników. (4) Elementem wyróżniającym CPS na rynku ma być oferta unikalnego kontentu sportowego. Po nabyciu praw do Ligi Mistrzów i przejęciu Eleven Sports, Cyfrowy ma strategiczną przewagę nad swoimi konkurentami na tym polu.

Dobra koniunktura na rynku reklamy TV

Po wzroście rynku reklamy tylko o 2,7% w 2017 r., w 1Q'18 odnotowano istotną poprawę, tj. +8,0% R/R. Bardzo dobra koniunktura panowała zwłaszcza w telewizji (+9,5% R/R), co przy dodatkowej konsolidacji kanałów TV zakupionych w grudniu'17 przełożyło się na 15% wzrostu na przychodach z reklamy i sponsoringu i solidną poprawę EBITDA segmentu nadawania i produkcji TV - wzrosła o 25% R/R. Spodziewamy się dobrej koniunktury w segmencie w całym 2018 r., co pozwoli zniwelować częściowo spadki wywołane wyższymi kosztami roamingu międzynarodowego oraz niższą sprzedaż sprzętu w segmencie usług detalicznych.

Poprawa KPIs w 2018 r.

Od zeszłego roku obserwujemy wzmożone inwestycje Cyfrowego w kontent sportowy: Spółka nabyła prawa do Ligi Mistrzów 2018-21, otworzyła dwa kanały sportowe by maksymalnie zmonetyzować nabyte prawa. Oczekujemy poprawy KPIs dot. kontraktowych klientów TV ze względu na bogatą ofertę sportową. Z kolei wycofanie się T-Mobile z agresywnego subsydiowania klientów wpłynie pozytywnie na KPIs dot. telefonii ruchomej. Było to już widoczne w 1Q'18 (dodano netto 65,2 tys. mobilnych RGUs kontaktowych, co oznacza większe R/R tempo przyrostu o blisko 20%).

Pytanie o dywidendę

Sceptycznie podchodzimy z kolei do decyzji Zarządu CPS o niewypłaceniu dywidendy za 2017 r. Decyzja jest z jednej strony zrozumiała: ma na celu ograniczenie poziom zadłużenia, jednak na 1Q'18 dług netto / EBITDA LTM wyniósł 2,87x. Dywidenda 200 mln PLN to zaledwie 0,06x EBITDA, stąd uważamy że nie nadwyrężyłaby ona sytuacji kredytowej Spółki, zwłaszcza patrząc na wysoką generację gotówki i szeroką bazę posiadanych aktywów.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	9 730	9 829	10 776	11 509	11 653
EBITDA	3 641	3 617	3 655	3 912	3 975
marża EBITDA	37,4%	36,8%	33,9%	34,0%	34,1%
EBIT	1 669	1 834	1 758	1 993	2 140
Zysk netto	1 041	981	1 095	1 290	1 439
P/E	14,0	14,9	13,3*	11,3	10,1
P/CE	4,8	5,3	4,7*	4,5	4,5
P/BV	1,3	1,2	1,1*	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,1	6,9	6,6*	6,0	5,5
DPS	0,00	0,32	0,00	0,32	0,50
DYield	0,0%	1,4%	0,0%	1,4%	2,2%

*proforma (zakładając przejęcie kontroli nad Netią od początku 2017 r.),

Cena bieżąca	22,76 PLN
Cena docelowa	24,90 PLN
Kapitalizacja	14,6 mld PLN
Free float	6,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	29,17 mln PLN

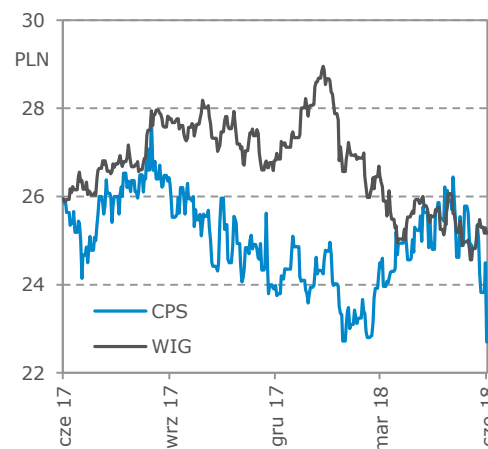
Struktura akcjonariatu

Zygmunt Solorz-Zak	57,34%
Pozostali	42,66%

Profil spółki

Grupa CPS jest wiodącą grupą medialną w Polsce, w skład której wchodzi największa w Polsce i czwarta co do wielkości w Europie platforma satelitarna (>3,5 mln użytkowników) oraz Telewizja Polsat - wiodący nadawca komercyjny w Polsce z oglądalnością na poziomie 24,9% w 2Q'17. W roku 2014 CPS zakończył proces akwizycji spółki Polkomtel, jednego z głównych polskich operatorów sieci cyfrowej telefonii komórkowej z zasięgiem na poziomie 96% kraju.

Kurs akcji CPS na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Cyfrowy Polsat	24,90	25,30	akumuluj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Cyfrowy Polsat	22,76	24,90

Zmiana prognoz od ostatniego raportu*	2018P**	2019P	2020P
	Przychody	-1,7%	-1,0%
EBITDA	-3,3%	-2,8%	-2,6%
Zysk netto	-12,3%	-11,9%	-10,5%

*zmiana na linii EBITDA bez wpływu IFRS15 odpowiednio: -0,7%, -0,2% i -0,1% w latach 2018-19)

** dot. wyników proforma

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 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 obsługującego 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 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. 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi bankowe.

Sporządzenie rekomendacji zakończyło się 15 czerwca 2018 o godzinie 8:35.
 Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 15 czerwca 2018 o godzinie 8:35.

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 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 Cyfrowy Polsat wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-31	2017-11-03	2017-08-29
cena docelowa (PLN)	25,30	24,90	25,70	24,40	24,40
kurs z dnia rekomendacji	24,84	22,80	24,70	24,58	27,80

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 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 Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl