

czwartek, 14 listopada 2019 | aktualizacja raportu

Cyfrowy Polsat: redukuj (podtrzymana)

CPS PW; CPS.WA | TMT, Polska

Stagnacja wyników, sprzedaż wież mało prawdopodobna

W ciągu ostatnich 6 miesięcy notowania Cyfrowego Polsatu były gorsze od OPL o 24,3p.p. i od PLY o 10,0p.p. Wyniki za 3Q'19 wypadły dość blisko na tle OPL i PLY. EBITDA w 3Q'19 spadła o 2,0% R/R vs. wzrost EBITDAaL w OPL o 7,1% R/R i zysku EBITDA w PLY o 17,0%. Widoczny jest także relatywnie niższy potencjał do generowania gotówki vs. PLY: FCFE'19 = 6,9% vs. PLY 11,4%, DivYield'20 = 3,2% vs. PLY 4,6%. Stąd podtrzymujemy naszą opinię, że walory Cyfrowego są obecnie mniej atrakcyjne niż konkurentów. W Cyfrowym Polsacie doceniamy konsekwentną realizację strategii multiplay (wzrost liczby klientów w programie SmartDom o >13% R/R w 3Q'19) i niski churn (tylko 6,8% w 3Q'19). Z drugiej strony zastój na rynku reklamy TV (-0,7% R/R w 9M'19) przekłada się na rozczarowujące wyniki segmentu TV (-2% na linii EBITDA R/R w 3Q'19). Istotnym argumentem in plus byłaby sprzedaż aktywów wieżowych, która znacznie poprawiłaby sytuację bilansową spółki. W przeciwieństwie do konsensusu, jesteśmy zdania, że do transakcji nie dojdzie. Sytuacja bilansowa spółki jest obecnie relatywnie dobra: dług netto/EBITDA wyniósł 2,6x na koniec 3Q'19. Zarząd w istocie wyseparował aktywa wieżowe do osobnej spółki, jednak uważamy że traktuje jej potencjalną sprzedaż jak zabezpieczenie w razie pogorszenia się sytuacji w grupie. Tymczasem rynek mobilny w Polsce przechodzi przez powolne odrodzenie. Aktualizujemy nasze prognozy finansowe. Jedną akcję Cyfrowego Polsatu wyceniamy obecnie na 26,10 PLN, co implikuje 10% potencjał spadkowy. Cyfrowy Polsat jest wyceniony na EV/EBITDA'19 = 7,1x, tj., z >15% premią do spółek porównywalnych (zwracamy uwagę, że mediana wyceny nadawców TV to obecnie tylko 5,7x).

Wyniki za 3Q'19

Cyfrowy zaraportował w 3Q'19 wyniki zgodne z oczekiwaniami, jednak sam wynik EBITDA (bez wpływu MSSF16) był niższy 2,0% R/R. Wzrost przychodów o prawie 150 mln PLN R/R pochłonęły wyższe koszty, zwłaszcza koszty treści (wzrost o 24,8% R/R do 423,0 mln PLN wynikający z zakupu treści sportowych i inwestycji w jesienną ramówkę) oraz kosztów marketingowych i dystrybucji (+10,4% R/R to 261,0 mln PLN). Zestaw wskaźników KPI był w 3Q'19 zgodny z oczekiwaniami: firmie nadal ubywa abonentów płatnej TV, z drugiej strony widoczny jest wzrost liczby kontraktowych abonentów telefonów komórkowych (+154,5 tys. w ciągu kwartału). FCF LTM w 3Q'19 był na poziomie 1 368 mln PLN, co oznacza spadek R/R o 8,5%.

Słabość rynku reklamy

W ciągu 9M'19 wartość rynku rynkowych przychodów z reklamy i sponsoringu była niższa R/R o 0,7%. Niewielkie odbicie odnotowane w 3Q'19: +1,9% R/R. Na tym tle Cyfrowy Polsat poradził sobie relatywnie dobrze: grupa odnotowała wzrost przychodów o odpowiednio +1,7% i +3,7% R/R. Niemniej jednak, zysk EBITDA segmentu nadawanie i produkcja TV była niższa o 2% R/R.

(mln PLN)	2017	2018	2019P*	2020P*	2021P*
Przychody	9 829	10 686	11 698	11 918	12 118
EBITDA	3 617	3 698	4 153	4 251	4 351
marża EBITDA	36,8%	34,6%	35,5%	35,7%	35,9%
EBIT	1 834	1 727	1 922	2 107	2 306
Zysk netto	981	834	1 121	1 322	1 498
P/E	18,8	22,1	16,5	14,0	12,3
P/CE	6,7	6,6	6,3	6,1	6,0
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2
EV/EBITDA	8,0	7,7	7,1	6,9	6,5
DPS	0,32	0,00	0,93	0,93	0,93
DYield	1,1%	0,0%	3,2%	3,2%	3,2%

*od 2019 dane i wskaźniki wg MSSF16

Cena bieżąca	28,86 PLN
Cena docelowa	26,10 PLN
Kapitalizacja	18,5 mld PLN
Free float	8,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	24,0 mln PLN

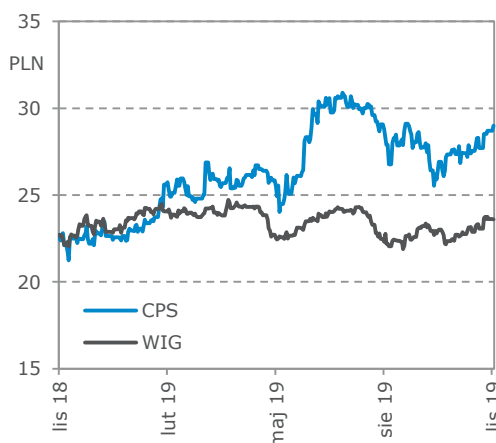
Struktura akcjonariatu

Zygmunt Solorz-Żak	56,95%
Pozostali	44,05%

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 (3,9 mln użytkowników) oraz Telewizja Polsat – wiodący nadawca komercyjny w Polsce z oglądalnością na poziomie 25,1% w 3Q'19. W roku 2014 CPS zakończył proces akwizycji spółki Polkomtel, jednego z głównych polskich operatorów sieci cyfrowej telefonii komórkowej z zasięgiem na poziomie 96% kraju, spółka ma > 7,8 mln RGUs z telefonii komórkowej.

Kurs akcji CPS na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Cyfrowy Polsat	26,10	24,15	redukuj	redukuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Cyfrowy Polsat	28,86	26,10	-9,6%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody	+2,7%	+3,2%	+3,1%
EBITDA	-0,6%	-0,1%	-0,1%
Zysk netto	-8,4%	-7,6%	-6,1%

Analityk:

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

PRZEWAGAŃCIE (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 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 14 listopada 2019 o godzinie 08:25.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 14 listopada 2019 o godzinie 08:25.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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) – wyliczona 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	redukuj	trzymaj
data wydania	2019-05-31	2018-11-26
cena docelowa (PLN)	24,15	23,20
kurs z dnia rekomendacji	26,00	22,50

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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