



Media

Polska

Paweł Szpigel
(48 22) 697 49 64
pawel.szpigel@dibre.com.pl

Cyfrowy Polsat

CPS.PW, CPS.WA

Przejęcie Polkomtela

Obecna cena: 20,40 PLN

Cyfrowy Polsat poinformował o zawarciu umowy przejęcia Metelem Holding kontrolującego Polkomtel. Polkomtel wyceniono na 5,7x EBITDA LTM 3Q'13 (2,9 mld PLN), stąd po korekcie o 10,2 mld PLN długu netto wartość 100% przejmowanych kapitałów własnych wyniosła według wyceny zaproponowanej przez przejmującego 6,15 mld PLN. W zamian za udziały Cyfrowy Polsat wyemituje 243,9 mln akcji zwykłych (lub 291,2 mln jeśli EBOiR weźmie udział w transakcji). Choć cena płacona za Polkomtel implikuje wskaźnik EV/EBITDA na poziomie 5,7x, tj. niższe niż dla ostatnio przeprowadzonych transakcji, to z drugiej strony jest istotnie wyższe niż poziom wyceny TPSA (4,5x). Naszym zdaniem transakcja ma negatywny wpływ na postrzeganie „starego Cyfrowego Polsatu”. Spółka do tej pory była notowana z premią w stosunku do spółek porównywalnych głównie ze względu na (1) relatywnie dużą ekspozycję na rynek reklamy telewizyjnej, która w 2014 r. ma osiągnąć dodatnią dynamikę oraz (2) wypłatę dywidendy w 2014 r. (Spółka obniżyła zadłużenie netto do 1,8x EBITDA w 3Q'13, a Zarząd powiązał wypłatę dywidendy od poziomu zalewarowania na trwale mniejszego niż 2,0x). Cyfrowy Polsat generował stabilne wyniki i CF na poziomie 700 mln PLN (wyłączając spłaty zaciągniętych pożyczek i kredytów). W publikacji przedstawiamy szacunkową wycenę Spółki po transakcji. Uważamy, że nasze podejście jest konserwatywne zakładając: wycenę „starego Polsatu” bez premii rynkowej, wycenę Metelem na podstawie mnożnika EV/EBITDA z zastosowaniem 15% premii w stosunku do TPSA i biorąc pod uwagę tylko połowę synergii zapowiedzianych przez Zarząd, których wartość bieżącą oceniamy na 2,2 mld PLN. W takim scenariuszu wycena rynkowa Cyfrowego Polsatu powinna oscylować wokół 20,0 PLN. Przedstawiamy wrażliwość wyceny ze względu na poziom wskaźnika EV/EBITDA Polkomtela i stopień zrealizowanych synergii.

Opis transakcji

Cyfrowy Polsat zawarł umowę przejęcia większościowego pakietu (83,8%) w spółce Metelem Holding Company Limited, w całości kontrolującej Polkomtela, operatora sieci Plus, w zamian za akcje Cyfrowego Polsatu. Wartość Metelem przyjęta na potrzeby transakcji to 6,15 mld PLN. Cena implikuje wskaźnik EV/EBITDA (na koniec 3Q'13 za 12 ostatnich miesięcy) równy 5,7x (bez uwzględniania synergii przychodowych, kosztowych oraz finansowych), tj. poniżej poziomu wyceny porównywalnych spółek oraz ostatnio przeprowadzonych transakcji, ale znacznie powyżej poziomu wyceny TPSA (4,5x).

Finansowanie transakcji

Przejęcie udziałów w Metelem nastąpi w zamian za 243,93 mln warrantów subskrypcyjnych wyemitowanych przez Cyfrowy Polsat, uprawniających Argumenol, Karswell i Sensor do objęcia 243,93 mln nowych akcji Cyfrowego Polsatu (lub 291,19 mln warrantów subskrypcyjnych i nowych akcji w przypadku gdy EBOiR weźmie udział w transakcji). Warranty subskrypcyjne zostaną wydane nieodpłatnie, a zakładana cena emisyjna jednej akcji wyniesie 21,12 PLN. Nowe akcje objęte przez Argumenol, Karswell i Sensor będą stanowiły 41,18% kapitału zakładowego i 31,60% głosów w Spółce (45,53% kapitału zakładowego i 35,55% głosów w Spółce w przypadku wzięcia przez EBOiR udziału w transakcji).

Połączenie dwóch biznesów

Przychody proforma nowej Grupy Cyfrowy Polsat (uwzględniającej grupę Metelem) na koniec 3Q'13 wyniosłyby 9,7 mld PLN, EBITDA 3,9 mld PLN, marża EBITDA 40,1%, a operacyjne przepływy pieniężne 3,6 mld PLN.

Wybrane wyniki proforma po połączeniu spółek

(mld PLN)	Cyfrowy Polsat	Polkomtel	Razem
Przychody	2,90	6,80	9,70
EBITDA	1,00	2,80	3,90
marża EBITDA	35,6%	41,8%	40,1%
CFO	0,70	2,90	3,60
Dług netto	1,80	10,20	12,00
Dług netto/EBITDA LTM	1,8x	3,6x	3,1x

Źródło: Cyfrowy Polsat

Synergie i koszty

Zarząd Cyfrowego Polsatu oczekuje w związku z transakcją realizacji znacznych synergii operacyjnych w łącznej wysokości ok. 3,5 mld PLN do końca 2019 r. Zarząd oczekuje, że synergie kosztowe i przychodowe powinny wpłynąć na wzrost marży EBITDA proforma o ok. 2 p.p. do końca 2016 r. i kolejne ok. 1,5 p.p. w latach 2017-2019. Biorąc pod uwagę potencjalnie nową strukturę bilansu i skalę działalności obu podmiotów, Zarząd Cyfrowego Polsatu widzi również realne możliwości znacznej poprawy warunków finansowania zadłużenia, poprzez niższe odsetki i korzystniejsze warunki kredytu, co powinno przynieść dodatkowe ok. 0,5 mld PLN oszczędności do końca 2019 r.

Konserwatywna ocena transakcji

Naszym zdaniem transakcja ma negatywny wpływ na postrzeganie „starego Cyfrowego Polsatu”. Spółka do tej pory była notowana z premią w stosunku do spółek porównywalnych. Inwestorzy liczyli na wypłatę dywidendy w 2014 r. Spółka obniżyła także zadłużenie netto do 1,8x EBITDA na koniec 3Q'13. Przypominamy, że Zarząd uzależniał wypłatę dywidendy od poziomu zalewarowania, tym bardziej prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy w przyszłym roku było wysokie. Spółka generowała stabilne wyniki i CF na poziomie 700 mln PLN (wyłączając spłaty zaciągniętych pożyczek i kredytów). Przy wycenie Cyfrowego Polsatu po transakcji zastosowaliśmy 7% dyskonto w stosunku do jego wyceny rynkowej sprzed transakcji (22,37 PLN).

Dyskonto Cyfrowego Polsatu (bez Polkomtela) z tytułu przeprowadzenia transakcji

	EV/EBITDA	Udział w EBITDA 9M'13
Segment nadawania	10,5	34%
Segment płatnej TV	8,0	66%
Średnia ważona	8,9	
EV Cyfrowego Polsatu (dług netto na 3Q'13)		9 044,5
wycena kapitału Cyfrowego Polsatu		7 227,5
dyskonto to wyceny sprzed transakcji		-7,3%

Źródło: Bloomberg, Cyfrowy Polsat

Wycena Polkomtela na poziomie 5,7x może być dla części inwestorów nieuzasadniona porównując Spółkę do TPSA (4,5x). Polkomtel jest bezpośrednim konkurentem TPSA w zakresie telefonii komórkowej, nie płaci dywidendy i posiada zadłużenie netto na poziomie 10,2 mld PLN. Stąd naszym zdaniem, pomimo braku telefonii stacjonarnej w strukturze biznesu, powinien być notowany z niewielką premią do TPSA (zastosowaliśmy 15%).

Wycena Cyfrowego Polsatu po transakcji

	Polsat	Polkomtel
wartość akcji przed akwizycją (PLN)	20,7	-
liczba akcji (mln)	348,4	-
cena przed akwizycją (mln PLN)	7 227,5	4 485,7
NPV synergii (mln PLN)	1 100,0	
wartość "nowego Cyfrowego Polsatu" (mln PLN)	13 197,6	
liczba akcji post (mln)	639,5	
implikowana cena (PLN)	20,0	

Źródło: DI BRE, Bloomberg, Cyfrowy Polsat

Naszą wątpliwość budzi także wartość synergii, jakie wygeneruje nowy podmiot: 4,0 mld PLN (w tym 2,0 mld PLN synergii przychodowych, 1,5 mld PLN synergii kosztowych i 0,5 mld PLN synergii finansowych), czyli średnio 360 mln PLN rocznie synergii przychodowych i 270 mln PLN rocznie synergii kosztowych (okres 5,5 roku od połowy 2014 r. do końca 2019 r.). Stąd w naszym scenariuszu przyjęliśmy konserwatywnie połowę wartości bieżącej synergii (którą estymujemy na 2,2 mld PLN), czyli 1,1 mld PLN. Przedstawiamy poniżej analizę ceny Cyfrowego Polsatu ze względu na EV/EBITDA Polkomtela oraz stopień zrealizowanych synergii.

Analiza wrażliwości ceny rynkowej Cyfrowego Polsatu

		EV/EBITDA Polkomtel					
		4,7	4,9	5,1	5,4	5,7	6,1
% synergii (NPV = 2,2 mld PLN)	0%	16,4	17,3	18,3	19,3	20,9	22,7
	25%	17,3	18,2	19,2	20,2	21,7	23,5
	40%	17,8	18,7	19,7	20,7	22,2	24,0
	50%	18,1	19,0	20,0	21,0	22,6	24,4
	75%	19,0	19,9	20,9	21,9	23,4	25,2
	100%	19,8	20,8	21,8	22,8	24,3	26,1

Źródło: DI BRE



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszczy@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Michał Konarski tel. (+48 22) 697 47 37
micchal.konarski@dibre.com.pl
Banki

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64
pawel.szpigiel@dibre.com.pl
Media, IT

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
micchal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Adam Mizera tel. (+48 22) 697 48 76
adam.mizera@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
micchal.rozmiej@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

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

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

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwanie 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 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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.

DI BRE Banku 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.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującą akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Tarczyński.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonentową z TP S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.