

piątek, 10 stycznia 2014 | aktualizacja raportu

## Cyfrowy Polsat: kupuj (wznowiona)

CPS PW; CPS.WA | Media, Polska

### Wysoki cash flow i potencjał usług zintegrowanych

Wiadomość o przejęciu Polkomtela spotkała się z negatywną reakcją rynku. W krótkim terminie inwestorzy zdyskontowali brak dywidendy w 2014 r. i wysokie zadłużenie Polkomtela na poziomie 10,2 mld PLN. Naszym zdaniem przecena jest okazją do kupna ze względu na: (1) potencjał rynku usług zintegrowanych w Polsce, (2) cross-selling produktów w ramach grupy, (3) istotnie mniejsze koszty finansowe dla połączonej grupy od 2014 r. oraz (4) ponadprzeciętną zdolność połączonej spółki do generowania gotówki (yield FCF'14 = 20,5% vs. 11,7% w porównywalnych telekomach). W naszej wycenie zakładamy 2,6 mld PLN z synergii zapowiadanych przez Zarząd na poziomie 4,0 mld PLN, z czego większość to synergia przychodowa. Cyfrowy Polsat kontroluje 32% płatnej telewizji, a jego klientami w dużej części są użytkownicy z terenów mniej zurbanizowanych, gdzie ze względu na słabo rozwiniętą infrastrukturę poziom konkurencji jest relatywnie niewielki. Oferta 3-play (TV, usługi głosowe i Internet) ma więc duże szanse na powodzenie, zwłaszcza że dzisiejszy konsument kieruje się przy wyborze operatora głównie niską ceną i wysokim zasięgiem, co będzie charakteryzować nową ofertę. Dodatkowo Spółka wciąż posiada ekspozycję na rosnący rynek reklamy TV, który z dużym prawdopodobieństwem będzie wsparty wprowadzeniem nowej opłaty audiowizualnej (nie uwzględniamy jej wpływu na wyniki). Wystawiamy rekomendację kupuj z ceną docelową na poziomie 24,10 PLN. Zwracamy także uwagę, że nawet przy dzisiejszym poziomie cen kapitalizacja Cyfrowego Polsatu wynosi 12,0 mld PLN, co daje spółce 12. pozycję na warszawskim parkiecie (1,5% udziału w WIG). Większa kapitalizacja może przełożyć się też na wyższy nawet o kilka punktów procentowych udział spółki w indeksie MSCI, co zwiększy zainteresowanie inwestorów zagranicznych. W takim scenariuszu wskaźnik EV/EBITDA'14 na poziomie 6,0x (vs. 6,5x spółki porównywalne) powinien być zachętą do kupna.

### Wcześniejsze osiągnięcie celów i niższe koszty finansowe

FCF na poziomie 2,3-2,6 mld PLN w okresie 2014-16 pozwoli naszym zdaniem przyspieszyć stawiane przez Zarząd cele osiągnięcia długu netto/EBITDA na poziomie poniżej 2,5x w 2016 r. (zakładamy osiągnięcie celu w 4Q'15) i neutralizacji wpływu przejęcia Metelem na EPS w 2017 r. (zakładamy osiągnięcie poziomu 1,44 PLN w 1H'16). Zwracamy uwagę, że Polkomtel przeprowadził w 2013 r. refinansowanie 60% swojego długu, dzięki czemu jego koszty finansowe spadły w 3Q'13 o blisko 100 mln PLN do poziomu 253 mln PLN (-28% R/R). Biorąc pod uwagę także refinansowanie Senior Notes 350 mln EUR Cyfrowego Polsatu i synergie finansowe (refinansowanie PIK Notes Polkomtela), poziom odsetek zmniejszy się od 2014 r. o ponad 0,4 mld PLN rocznie.

### Potencjał usług zintegrowanych i Internetu

Nasylenie usługami zintegrowanymi w Polsce wynosi 28%, podczas gdy w Unii Europejskiej sięga 43%. Ponadto, światowy ruch internetowy wzrośnie 10x w latach 2013-19 głównie przez zużycie danych wideo na smartfonach. Cyfrowy Polsat może zmonetyzować oba trendy dzięki ofercie 3-play.

| (mIn PLN)  | 2012*   | 2013P*  | 2013P<br>(pro forma)** | 2014P*  | 2014P<br>(pro forma)** | 2015P** |
|------------|---------|---------|------------------------|---------|------------------------|---------|
| Przychody  | 2 778,2 | 2 882,0 | 9 567,9                | 6 163,3 | 9 337,5                | 9 501,4 |
| EBITDA     | 1 032,3 | 989,8   | 3 825,8                | 2 363,7 | 3 739,5                | 3 866,3 |
| marża      | 37,2%   | 34,3%   | 40,0%                  | 38,4%   | 40,0%                  | 40,7%   |
| EBIT       | 789,2   | 739,7   | 1 755,7                | 1 265,9 | 1 806,8                | 2 031,1 |
| Zysk netto | 598,3   | 476,7   | 190,6                  | 658,2   | 729,6                  | 800,3   |
| DPS        | 0,0     | 0,0     | 0,0                    | 0,0     | 0,0                    | 0,0     |
| P/E        | 10,9    | 13,0    | 62,8                   | 18,2    | 16,4                   | 15,0    |
| P/CE       | 7,8     | 9,0     | 5,3                    | 6,8     | 4,5                    | 4,5     |
| P/BV       | 2,6     | 2,2     | 1,8                    | 1,6     | 1,6                    | 1,5     |
| EV/EBITDA  | 8,3     | 8,3     | 6,2                    | 9,4     | 6,0                    | 5,4     |
| Dyield     | 0,00%   | 0,00%   | 0,00%                  | 0,00%   | 0,00%                  | 0,00%   |

\*wskaźniki oparte na liczbie akcji przed akwizycją Metelem, \*\*po akwizycji Metelem

|                               |               |
|-------------------------------|---------------|
| Cena bieżąca                  | 18,73 PLN     |
| Cena docelowa                 | 24,10 PLN     |
| Kapitalizacja                 | 6 525 mln PLN |
| Free float                    | 3 162 mln PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 21,60 mln PLN |

### Struktura akcjonariatu

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| Pola Investments        | 44,27% |
| Sensor Overseas         | 7,27%  |
| Pozostali akcjonariusze | 48,46% |

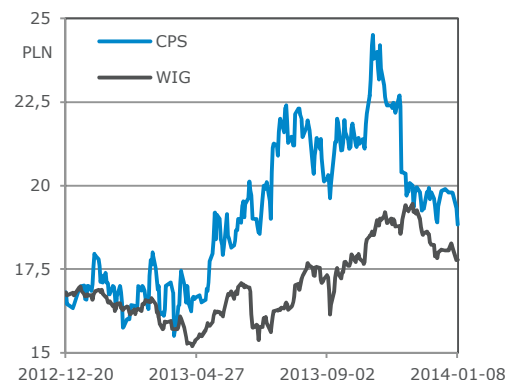
### Strategia dotycząca sektora

Wartość rynku usług telekomunikacyjnych szacowana jest na 39 mld PLN z czego 26 mld PLN przypada na telefonię komórkową z penetracją na poziomie >130%. Na ten segment w ostatnich kwartałach wpływ mają wzmożona konkurencja czterech operatorów i spadek stawek MTR. Rynek płatnej telewizji jest bliski nasycenia z łączną liczbą abonentów DTH i CATV na poziomie 11,2 mln użytkowników (tj. około 77% wszystkich gospodarstw domowych w Polsce). Reklama jest branżą późnocykliczną powiązaną ze wzrostem PKB. Wzrost rynku reklamy w 2014 r. estymujemy na 3,7% R/R.

### 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 21,6% w 3Q'13. W listopadzie CPS rozpoczął 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



### Analitik:

Paweł Szpigiel  
+48 22 697 49 64  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.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 Maklerskiego mBanku S.A.

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 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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

Dom Maklerski mBanku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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

Dom Maklerski mBanku 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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku 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 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.

**Dom Maklerski mBanku S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Cyfrowego Polsatu.**

## Michał Marczak

członek zarządu

tel. +48 22 697 47 38

[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)

strategia, telekomunikacja, surowce, metale

### Departament analiz:

#### Kamil Kliszczyk

wicedyrektor

tel. +48 22 697 47 06

[kamil.kliszczyk@mdm.pl](mailto:kamil.kliszczyk@mdm.pl)

paliwa, chemia, energetyka

#### Michał Konarski

tel. +48 22 697 47 37

[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)

banki

#### Jakub Szkopek

tel. +48 22 697 47 40

[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)

przemysł

#### Paweł Szpigiel

tel. +48 22 697 49 64

[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)

media, IT

#### Piotr Zybala

tel. +48 22 697 47 01

[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)

budownictwo, deweloperzy

### Departament sprzedaży instytucjonalnej:

#### Piotr Dudziński

dyrektor

tel. +48 22 697 48 22

[piotr.dudzinski@mdm.pl](mailto:piotr.dudzinski@mdm.pl)

#### Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor

tel. +48 22 697 48 95

[marzena.lempicka@mdm.pl](mailto:marzena.lempicka@mdm.pl)

### Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

#### Matthias Falkiewicz

tel. +48 22 697 48 47

[matthias.falkiewicz@mdm.pl](mailto:matthias.falkiewicz@mdm.pl)

## Dom Maklerski mBanku S.A.

ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa

[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

### Maklerzy:

#### Krzysztof Bodek

tel. +48 22 697 48 89

[krzysztof.bodek@mdm.pl](mailto:krzysztof.bodek@mdm.pl)

#### Michał Jakubowski

tel. +48 22 697 47 44

[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

#### Tomasz Jakubiec

tel. +48 22 697 47 31

[tomasz.jakubiec@mdm.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mdm.pl)

#### Szymon Kubka, CFA, PRM

tel. +48 22 697 48 16

[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

#### Anna Łagowska

tel. +48 22 697 48 25

[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

#### Paweł Majewski

tel. +48 22 697 49 68

[pawel.majewski@mdm.pl](mailto:pawel.majewski@mdm.pl)

#### Adam Mizera

tel. +48 22 697 48 76

[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

#### Adam Prokop

tel. +48 22 697 47 90

[adam.prokop@mdm.pl](mailto:adam.prokop@mdm.pl)

#### Michał Roźmiej

tel. +48 22 697 49 85

[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)

### Zespół Prywatnego Maklera:

#### Jarosław Banasiak

dyrektor biura aktywnej sprzedaży

tel. +48 22 697 48 70

[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)