

piątek, 31 maja 2019 | aktualizacja raportu

Cyfrowy Polsat: redukuje (obniżona)

CPS PW; CPS.WA | TMT, Polska

Nieuzasadniona premia do spółek porównywalnych

Notowania Cyfrowego Polsatu od 5 miesięcy wzrosły o >15%, wyprzedzając szeroki rynek o blisko 19 p.p. W tym czasie spółka ogłosiła wypłatę dywidendy, co oceniamy pozytywnie (de facto od długiego czasu wskazywaliśmy na możliwość wypłaty zysku dla akcjonariuszy). Z drugiej strony (1) obecny DivYield = 3,6% jest dość niski vs. spółki porównywalne (mediana DivYield'19 dla spółek porównywalnych wynosi obecnie 5,4%) oraz vs. konkurencyjny PLY PW (DivYield'19 = 5,8%). (2) Ponadto oczyszczony o konsolidację Netii i wpływ wprowadzenia standardu MSSF16 wynik EBITDA jest niższy R/R o 6%, co jest rozczarowujące. Pomimo tego spółka jest notowana na EV/EBITDA'19 = 6,6x, z >10% premią do peer grupy, co naszym zdaniem nie jest uzasadnione. Wynik EBITDA w MSR17 szacujemy na 3,75 mld PLN, jest on 2,4% niższy niż wynik proforma w 2018 r. Cyfrowy Polsat pozostaje więc jedyną z trzech dużych spółek w polskim sektorze telekomunikacyjnym notującym spadki wyników (vs. PLY +7,1%, OPL + 2,4%). Za ten spadek nie będzie odpowiadać tylko Netia, ale także słabość rynku reklamowego (w 1Q'19 -3,1% wydatki na reklamę TV i sponsoring w Polsce). Po aktualizacji naszych prognoz (w tym o efekt MSSF16) nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 24,60 PLN, co implikuje >5% potencjał spadkowy dla walorów spółki. Naszym zdaniem Play pozostaje ciekawszym wyborem w sektorze.

Wyniki za 1Q'19

Cyfrowy zaraportował w 1Q'19 wyniki zgodne z oczekiwaniami. Zestaw KPIs interpretujemy pozytywnie. Cyfrowy utrzymał wysoki przyrost bazy abonentów mobilnych (+107 tys. w 1Q'19) przy wzroście ARPU R/R o 1,2%. Wskaźnik churn sięgnął rekordowo niskiego poziomu, tj. 7,2%, rośnie nasycenie RGU na jednego klienta (2,53 w 1Q'19 vs. 2,40 rok wcześniej). Wzrost przychodów z wyłączeniem konsolidacji Netii w MSR17 wynosi >5%. Jednak z drugiej strony rosnące koszty operacyjne i nieprzychylny warunki na rynku złych długów (zjawisko dotyczy wszystkich MVNO w Polsce) przełożyły się na spadek EBITDA (w MSR17, bez Netii) do poziomu 836 mln PLN, tj. o 5,7% R/R. Ten wynik jest dość mało optymistyczny patrząc na dynamikę >+11% wzrostu skorygowanej EBITDA w Play w 1Q'19 oraz stabilny wynik EBITDLaL w Orange Polska (po eliminacji zysku na sprzedaży aktywów).

Słabość rynku reklamy

W 1Q'19 wartość rynku reklamy TV była niższa R/R o >3%. Na tym tle Cyfrowy Polsat poradził sobie dość dobrze (wzrost przychodów z reklamy i sponsoringu o 0,5% R/R). Wzrost wyniku EBITDA w segmencie TV R/R był na poziomie 4% w 1Q'19 (bez MSSF16), jednak naszym zdaniem wynikał on w dużej części z odsprzedaży praw do Ligi Mistrzów dla segmentu klientów indywidualnych i biznesowych. Bez widocznej poprawy otoczenia rynkowego Cyfrowemu trudno będzie wygenerować wzrost zysków z reklamy TV, co może ochłodzić sentyment rynku do spółki. W scenariuszu bazowym przyjmujemy widoczną poprawę reklamy TV w 2H'19.

(mln PLN)	2017	2018	2019P*	2020P*	2021P*
Przychody	9 829	10 686	11 394	11 548	11 759
EBITDA	3 617	3 698	4 179	4 255	4 356
marża EBITDA	36,8%	34,6%	36,7%	36,9%	37,0%
EBIT	1 834	1 727	1 966	2 127	2 317
Zysk netto	981	834	1 224	1 431	1 595
P/E	17,0	19,9	13,6	11,6	10,4
P/CE	6,0	5,9	5,5	5,3	5,2
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,5	7,2	6,6	6,4	6,0
DPS	0,32	0,00	0,93	0,93	0,93
DYield	1,2%	0,0%	3,6%	3,6%	3,6%

* od 2019 dane i wskaźniki wg MSSF16

Cena bieżąca	26,00 PLN
Cena docelowa	24,60 PLN
Kapitalizacja	16,6 mld PLN
Free float	7,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	19,5 mln PLN

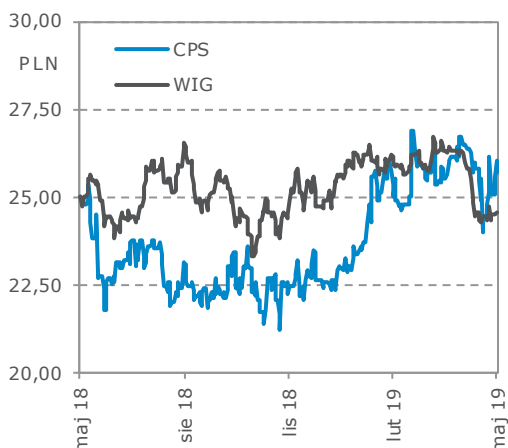
Struktura akcjonariatu

Zygmunt Solorz-Żak	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 (3,9 mln użytkowników) oraz Telewizja Polsat – wiodący nadawca komercyjny w Polsce z oglądalnością na poziomie 24,4% w 3Q'18. 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 > 7,2 mln RGUs z telefonii komórkowej.

Kurs akcji CPS na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Cyfrowy Polsat	24,60	23,20	redukuje	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Cyfrowy Polsat	26,00	24,60	-5,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody	-0,6%	-0,6%	-0,3%
EBITDA*	+9,7%	+8,8%	+9,5%
Zysk netto	+10,2%	+7,0%	+7,3%

*zmiana wyniku EBITDA z pominięciem wpływu MSSF16 wynosi odpowiednio -1,6%/-2,2%/-1,3% w latach 2019/20/21

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**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 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.

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 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 31 maja 2019 o godzinie 08:54.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 31 maja 2019 o godzinie 08:54.

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.

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.

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/analiza_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)** – 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
data wydania	2018-11-26	2018-06-15
cena docelowa (PLN)	23,20	24,90
kurs z dnia rekomendacji	22,50	22,76

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
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

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@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

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