

16 listopada 2010

Komentarz specjalny



Media

Polska

Piotr Grzybowski
(48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl

Cyfrowy Polsat

SOBK. WA; CPS PW

Akumuluj

(Niezmieniona)

Atrakcyjna akwizycja

Obecna cena: 14,55 PLN; Cena docelowa: 15,30 PLN

Ogłoszoną przez Cyfrowy Polsat transakcję zakupu 100% udziałów w Telewizji Polsat odbieramy pozytywnie. Nie spodziewamy się, by spółka była w stanie wygenerować w związku z akwizycją istotne oszczędności kosztowe. Mimo to dyskonto na wskaźnikach wyceny w stosunku do konkurencyjnego TVN oraz spodziewana poprawa wyników Telewizji Polsat powodują jednak, że nabyty podmiot pozostaje atrakcyjny z punktu widzenia akcjonariuszy. Za główne czynniki, które wpłynąć będą na poprawę zyskowności przejmowanego podmiotu uważamy proces dojrzenia stacji tematycznych Grupy (w TVN stacje tematyczne dochodzą do rentowności EBITDA około 2 lat po uruchomieniu — tyle samo upłynęło od uruchomienia głównych kanałów tematycznych Polsatu: Polsat Play, Polsat Cafe i Polsat News, a w tym roku utworzone Polsat Jim Jam i Polsat Futbol) oraz poszerzenie ich zasięgu po włączeniu do sieci dystrybucji Cyfry Plus. Mniejszościowi akcjonariusze Cyfrowego Polsatu dość niespodziewanie i po okazyjnej cenie uzyskali ekspozycję na polski segment telewizyjny rynku reklamy, który rozwijać się będzie dużo dynamiczniej niż rynek płatnej telewizji. Szacujemy, że dzięki przejęciu Cyfrowy Polsat wykreował dla swoich obecnych akcjonariuszy około 262 mln PLN dodatkowej wartości, co przekłada się na 1,0 PLN na akcję. W warunkach naszej obecnej wyceny spółki podniosłoby to cenę docelową Cyfrowego Polsatu do 16,3 PLN, co dawałoby 11,6% potencjału wzrostowego. Po zapoznaniu się z dokładnymi danymi dotyczącymi przejmowanej spółki odniesiemy do prognoz skonsolidowanych wyników Cyfrowego Polsatu oraz jego wyceny w najbliższej aktualizacji raportu.

Warunki transakcji

Cyfrowy Polsat przejmie 100% udziałów w Telewizji Polsat, a łączna kwota transakcji ma wynieść 3,75 mld PLN. Część z powyższej kwoty spłacona zostanie w drodze emisji na rzecz obecnych akcjonariuszy Telewizji Polsat 80,0 mln akcji Cyfrowego Polsatu, przy czym dla rozliczenia przyjęty zostanie średni kurs akcji Cyfrowego Polsatu za ostatnie 3 miesiące tj. 14,37 PLN. Tym samym w formie emisji akcji pokryte zostanie około 1150,0 mln PLN. Brakująca kwota 2,6 mld PLN sfinansowana zostanie za pomocą długu. Obecnie Cyfrowy Polsat negocjuje kredyt bankowy na kwotę 1,4-1,6 mld PLN, finansowanie pomostowe na kwotę 1,2-1,4 mld PLN oraz kredyt odnawialny na kwotę 0,2 mld PLN. Transakcja ma zostać sfinalizowana do końca pierwszego kwartału przyszłego roku.

Ocena akwizycji

Przejęcie Telewizji Polsat jest naszym zdaniem krokiem kreującym wartość dla akcjonariuszy Cyfrowego Polsatu. Po pierwsze wskaźniki wyceny implikowane ceną transakcyjną dają dyskonto w stosunku do notowań głównego konkurenta jakim jest TVN. Według podanej przez zarząd spółki prognozy, tegoroczna EBITDA spółki telewizyjnej wyniesie 305,0 mln PLN, co przekłada się na wskaźnik 11,8xEV/EBITDA (wraz z Telewizją Polsat przejęte zostanie około 150 mln PLN wolnych środków pieniężnych przez nią posiadanych), przy 13,4xEV/EBITDA jaki za ten rok osiągnie według naszych szacunków TVN. Tym samym tegoroczne dyskonto w stosunku do konkurenta wynosi 12,0%. Ponadto przyszłe lata powinny według nas przynieść poprawę wyników Telewizji Polsat przekraczając pod względem dynamiki poprawę wyników osiąganą przez TVN. Za słabość rezultatów Polsatu odpowiadają bowiem w dużym stopniu stacje tematyczne, które wystartowały z dużym, średnio 3-4-letnim opóźnieniem w stosunku do odpowiednich kanałów Grupy TVN i w najbliższym okresie oczekujemy znacznej poprawy ich rentowności w miarę osiągania dojrzałości. Ponadto Telewizja Polsat była dotąd nieobecna na Cyfrze Plus i dopiero od początku września jej kanały są dystrybuowane na tej posiadającej ponad 1,3 mln abonentów platformie. Włączenie Cyfry Plus do sieci dystrybucyjnej Telewizji Polsat oznacza z jednej strony powiększenie jej zasięgu, co potencjalnie zwiększa uzyskiwane przez nie wyniki oglądalności i w konsekwencji przychody reklamowe. Z drugiej strony dystrybucja przez dodatkową platformę oznacza wymierny przychód ze sprzedaży licencji programowych. W przypadku TVN roczny przychód z opłat subskrypcyjnych od operatorów płatnej telewizji sięga blisko 200 mln PLN, co jest kwotą zbliżoną do przychodów reklamowych tych kanałów. Szacujemy, że włączenie do sieci dystrybucyjnej Cyfry Plus obejmującej swym zasięgiem około 10% gospodarstw domowych w kraju powiększy przychody licencyjne Telewizji Polsat o 20-25 mln PLN, które znajdą w 100% odzwierciedlenie w zysku operacyjnym spółki. Przychody reklamowe płynące z powiększonego zasięgu stacji Polsatu szacujemy na 5-10 mln PLN.

Potencjał w oglądalności

Według danych TNS OBOP średnia oglądalność kanału TVN wyniosła w okresie styczeń-październik 2010 roku 13,5%, podczas gdy oglądalność Polsatu wyniosła 13,6%. Dane TNS OBOP są co prawda w mniejszym stopniu uwzględniane przez reklamodawców, którzy sugerują się przede wszystkim wycenami AGB Nielsen, a ponadto oglądalność Grupy TVN jest w dużo większym stopniu budowana przez kanały tematyczne i TVN7, które średnio dodają do oglądalności segmentu telewizyjnego Grupy TVN około 5,5 p.p. przy 2,9 p.p. dodawanych przez stacje tematyczne Grupy Telewizji Polsat jednak od wielu lat utrzymuje się znacząca dysproporcja pomiędzy poziomami oglądalności obydwu Grup oraz ich przychodami reklamowymi z segmentu telewizyjnego (za ostatnie cztery kwartały dysproporcja wynosi 31,5% na korzyść TVN). Dużo wyższy stopień spieniężenia oglądalności przez Grupę TVN wynika z ich mocniejszej pozycji konkurencyjnej w segmencie Premium tj. w komercyjnej grupie docelowej, gdzie stacje TVN postrzegane są jako posiadające wyższą jakość. Nie przewidujemy by akwizycja wpłynęła na strategię Telewizji Polsat i tym samym doprowadziła do rewolucyjnych zmian w

postrzeganiu stacji obydwu Grup przez widzów i reklamodawców, jednak zwracamy uwagę na potencjał jaki w dłuższej perspektywie czasu może stanowić dla Polsatu zaistnienie w atrakcyjniejszym marketingowo profilu widza. Produkcie typu Hotel 52 czy Szpilki na Giewoncie stanowią według nas sygnały świadczące o większym ukierunkowaniu na grupę komercyjną.

Bez dywidendy za 2010 rok

W związku z akwizycją i znacznym wzrostem zadłużenia prezes Libicki zapowiedział, że spółka nie wypłaci dywidendy z zysku 2010 roku. Naszym zdaniem plan redukcji zadłużenia przedstawiony przez spółkę (zredukowanie relacji długu netto do EBITDA z 4,0x do 2,0x w przeciągu trzech lat) powoduje, że również dywidenda z zysku 2011 roku jest mało prawdopodobna. Pierwszej dywidendy oczekujemy dopiero przy podziale zysku netto z 2012 roku

Scenariusze na przyszłość

Najbardziej według nas prawdopodobnym scenariuszem jest dalsze funkcjonowanie obydwu podmiotów w ramach dotychczasowych strategii tj. maksymalizacja sieci dystrybucyjnej dla kontentu przez Telewizję Polsat oraz wzbogacanie oferty dostarczanej użytkownikom przez Cyfrowy Polsat. W przypadku takim nie przewidujemy, by w Grupie mogły pojawić istotne synergii kosztowe i wartością dodaną dla akcjonariuszy będzie przede wszystkim korzyści płynące z posiadania ekspozycji na szybko rozwijający się rynek reklamy telewizyjnej.

Drugim, mało naszym zdaniem prawdopodobnym scenariuszem byłoby zastąpienie obcego kontentu własnymi programami telewizyjnymi. Byłoby to bardzo ryzykowne posunięcie grożące przynajmniej przejściową utratą konkurencyjności przez ofertę płatnej telewizji. Z drugiej jednak strony ruch taki wzmocniłby mocno stacje tematyczne nowe Grupy, które mogłyby poprawić pozycję na rynku reklamowym kosztem usuniętych z platformy konkurentów (Cyfrowy Polsat posiada około 33% udziału w rynku płatnej telewizji).

Implikacje dla wyceny spółki

Stosując konkurencyjny TVN jako bazę porównawczą dla transakcji, wyceniamy wartość kapitałów przejmowanej spółki na 4,24 mld PLN, co daje 490 mln PLN nadwyżki nad cenę zakupu. Do analizy włączamy ponadto 2% dyskonta wynikającego z posiadania w ramach TVN segmentu internetowego (wyższe stopy dyskonta nie wydają nam się uzasadnione biorąc pod uwagę, że wyższe o około 12p.p. tempo wzrostu dotyczy jedynie około 12% skonsolidowanej EBITDA Grupy TVN. Po uwzględnieniu rozwodnienia wartości dodanej wynikającej z planowanej emisji, transakcja dodaje do naszej pierwotnej ceny docelowej (15,3 PLN na akcję) wartość wykreowaną na przejęciu wynoszącą około 262 mln PLN, co przekłada się na około 1,0 PLN dodatkowej wartości na akcję starej emisji.



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

Departament Analiz:

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

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

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

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

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

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

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

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@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. 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 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.

DI BRE Banku, 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 SA .

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, PA Nova, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PGE, Robyng, ZUE.

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