



Biuro maklerskie

mBank.pl

środa, 1 kwietnia 2020 | aktualizacja raportu

Cyfrowy Polsat: trzymaj (podtrzymana)

CPS PW; CPS.WA | TMT, Polska

Wysoki FCFE, dywidenda niezagrażona

Ze względu na negatywny wpływ koronawirusa na rynek działalności Cyfrowego Polsatu, w niniejszym raporcie przedstawiamy zrewidowane prognozy wyników finansowych. W części telekomunikacyjnej odnosimy się do głównych ryzyk: możliwego przeciążenia sieci, spadku liczby klientów, załamania się obrotów sprzętem spotęgowanym przez zamknięcie punktów sprzedaży, spadku popytu na roaming międzynarodowy. W części mediowej, bardziej wolatylnej, głównym zagrożeniem jest istotny spadek rynku reklamy w Polsce od 2Q'20 ze względu na post-korono recesję gospodarczą. W scenariuszu bazowym zakładamy, że wpływ powyższych czynników będzie skutkował spadkiem wyniku EBITDA ex. MSSF16 o 4,6%. W tym punkcie zaznaczamy, że sytuacja jest dynamiczna (dużo zależy od czasu trwania epidemii), stąd prognozy mogą być obciążone dużym błędem. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 24,10 PLN. Telekomunikacja jest sektorem, który zalecamy przeważać w obecnym momencie rynku, jednak do samego Cyfrowego Polsatu mamy neutralne podejście. Wskazujemy na wysoki FCFE Yield (8,5% w 2020 r. bez częstotliwości i ponad 10% od 2021 r.) i dywidendę (DivYield'20 = 3,9%, co przy niskich stopach powinno cieszyć inwestorów). Z drugiej strony Cyfrowy Polsat jest wyceniany z premią do konkurentów: 6,9x na EV/EBITDA vs. 6,1x Play i 5,2x Orange Polska. Największym ryzykiem dla Cyfrowego Polsatu jest obecnie duża niepewność na rynku reklamy (jednak segment ten generuje <15% zysku EBITDA).

Zakup Interii

Cyfrowy chce przejąć portal Interia.pl. Choć większość spółek koncentruje się obecnie na swojej płynności, sądzimy, że zakup grupy Interia nie zwiększy istotnie ryzyka kredytowego w grupie CPS. Potencjalną transakcję oceniamy pozytywnie. Cyfrowy jest jednym z największych producentów kontentu rozrywkowego i informacyjnego w kraju, stąd synergia z grupą Interia są duże. Poprzez transakcję Cyfrowy nabiera ekspozycji na rosnący rynek reklamy internetowej i może dalej konsolidować branżę. Zakładamy, że Cyfrowy będzie kontynuować działalność M&A poprzez zakupy portali e-commerce (na wzór niemieckiego ProSieben).

Tąpnięcie na rynku reklamy pewne

Reklama jest cykliczną branżą. Obecnie obserwujemy już przesuwanie kampanii reklamowych na moment po opanowaniu epidemii. Na chwilę obecną wszelkie prognozy rynku reklamy są obciążone dużym błędem. Dane historyczne pokazują wysoką zależność kondycji reklamy i PKB. Warto zauważyć, że reklama podczas kryzysu 2008/09 spadała o więcej niż 10% R/R. Sądzimy, że sytuacja w 2020 r. będzie gorsza ze względu na (1) problemy firm z produkcją, (2) ograniczenie wychodzenia z domu, (3) problemy z kampaniami wizerunkowymi (negatywne podejście konsumentów do budowania marek w czasie zagrożenia). Ze względu na oczekiwany spadek PKB (-0,3 p.p.) w 2020 r. oraz po rozmowach z przedstawicielami środowiska reklamowego sądzimy że reklama w Polsce będzie spadać w 2020 r. w tempie dwucyfrowym.

| (mIn PLN) | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody | 10 686 | 11 676 | 11 376 | 11 661 | 12 002 |
| EBITDA | 3 698* | 4 197 | 4 026 | 4 234 | 4 353 |
| marża EBITDA | 34,6%* | 35,9% | 35,4% | 36,3% | 36,3% |
| EBIT | 1 727 | 1 967 | 1 850 | 2 156 | 2 365 |
| Zysk netto | 834 | 1 101 | 1 221 | 1 490 | 1 649 |
| P/E | 18,3 | 13,8 | 12,5 | 10,2 | 9,2 |
| P/CE | 5,4 | 5,3 | 5,2 | 4,9 | 4,8 |
| P/BV | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 0,9 |
| EV/EBITDA | 6,8 | 6,7 | 6,9 | 6,4 | 7,0 |
| DPS | 0,00 | 0,93 | 0,93 | 0,93 | 1,27 |
| DYield | 0,0% | 3,9% | 3,9% | 3,9% | 5,3% |

*wg MSR17

| | |
|-------------------------------|--------------|
| Cena bieżąca | 23,82 PLN |
| Cena docelowa | 24,10 PLN |
| Kapitalizacja | 15,2 mld PLN |
| Free float | 6,5 mld PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 31,9 mln PLN |

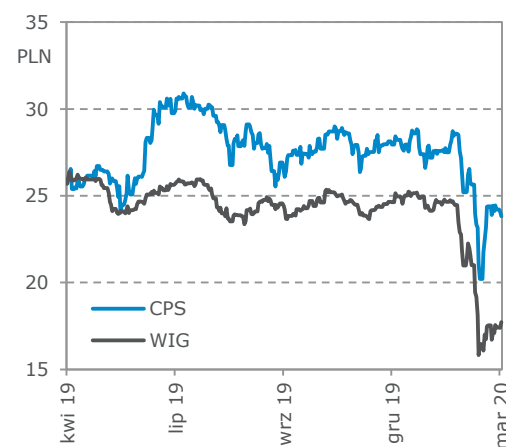
Struktura akcjonariatu

| | |
|--------------------|--------|
| Zygmunt Solorz-Żak | 56,95% |
| Pozostali | 43,05% |

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 | 24,10 | 26,10 | trzymaj | trzymaj |

| Spółka | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|----------------|--------------|---------------|------------------|
| | | | |
| Cyfrowy Polsat | 23,82 | 24,10 | +1,2% |

| Zmiana prognoz od ostatniego raportu | 2020P | 2021P | 2022P |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|
| Przychody | -4,5% | -3,8% | -2,6% |
| EBITDA | -5,3% | -2,7% | -1,5% |
| Zysk netto | -7,6% | -0,6% | +1,4% |

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 Biura 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 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”), które 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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 1 kwietnia 2020 o godzinie 08:48.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 1 kwietnia 2020 o godzinie 08:48.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie 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 Biura 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 Biurze 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 Biura 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**Cyfrowy Polsat**

| rekomendacja | trzymaj | redukuj | redukuj |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania | 2020-03-04 | 2019-11-14 | 2019-05-31 |
| cena docelowa (PLN) | 26,10 | 26,10 | 24,15 |
| kurs z dnia rekomendacji | 26,24 | 28,86 | 26,00 |



mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

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

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

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

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@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