



środa, 6 października 2021 | aktualizacja raportu

Cyfrowy Polsat: trzymaj (podtrzymana)

CPS PW; CPS.WA | TMT, Polska

Cena w wezwaniu fair, ale bez premii dla mniejszości

Cyfrowy Polsat wraz z głównym akcjonariuszem ogłosili wezwanie na maksymalnie 263,8 mln walerów spółki po 35,00 PLN/akcja (w okresie 18/10-16/11). Zygmunt Solorz w liście do akcjonariuszy mniejszościowych podkreśla chęć podjęcia nowych wyzwań, choć nie przedstawia żadnych detali. Stąd, w niniejszym raporcie aktualizujemy nasz model wyceny (przede wszystkim o (1) transakcję sprzedaży infrastruktury masztowej Polkomtela oraz (2) poprawę warunków cenowych na polskim rynku telekomunikacyjnym). Nasza nowa cena docelowa to 36,20 PLN. Cena w wezwaniu jest do niej zbliżona, stąd sądzimy, że odpowiada ona wartości godziwej spółki (FCFE Yield'22 estymujemy na ok. 7,9% przy cenie 35,00 PLN, EV/EBITDA'22 =7,6x). Cena w wezwaniu nie zawiera naszym zdaniem premii za wyjście z akcjonariatu. Pomimo tego, sądzimy że szanse na jej podwyższenie są niskie. Stąd, z/w na ograniczony potencjał wzrostu ceny walerów CPS (upside do naszej ceny docelowej to tylko 2%) oraz niepewność dot. wysokości i sposobu wykorzystywania generowanych przez spółkę FCFEs po 2021 roku i co za tym idzie profilu dywidendowego spółki, wezwanie jest naszym zdaniem interesującą opcją wyjścia. Sposób rozdysponowania 6,1 mld PLN ze sprzedaży wież jest obecnie kluczowy dla przyszłości spółki i jej percepcji w oczach inwestorów. W momencie ujawnienia planów rozwoju, trwać powinien 5-letni skup akcji (decyzja na WZ 16 listopada). Podkreślamy jednak, że skup nie daje tyle komfortu co opublikowane wezwanie na akcje.

Sprzedaż masztów

Do sprzedaży infrastruktury mobilnej do Cellenex za 7,1 mld PLN (ok. 6,1 mld PLN po podatku) od momentu jej ogłoszenia podchodziliśmy pozytywnie. Transakcja istotnie zmienia parametry ważne dla inwestorów: CAPEX/sprzedaż spada do ok. 7% vs. 11-12% poprzednio, spółka nie jest obciążona planami rozbudowy sieci masztów pod 5G, a dodatkowo poziom zadłużenia spada do 1,4x EBITDA skor. ex. MSSF16 na koniec 2021 roku vs. 2,7x rok wcześniej. Transakcja definitywnie rozdziela interesy inwestorów giełdowych i infrastrukturalnych, akceptujących dłuższe terminy paybacku i niższe inne stopy zwrotu.

Co dalej Cyfrowy Polsacie?

Z oświadczenia Zygmunta Solorza wiemy, że kluczowa dla grupy ma pozostać działalność na rynku mediów i telekomunikacji. Z drugiej strony podkreśla on chęć wejścia w nowe obszary biznesu. Wezwanie na akcje ma umożliwić akcjonariuszom wyjście z inwestycji w CPS w przeddzień istotnych zmian w grupie. Komunikat jest dość zagadkowy. Domyślamy się, że skoro Pan Solorz jest zaangażowany w sektor energetyczny, wspomniane nowe obszary biznesu to właśnie energetyka. ZE PAK, należący do Pana Solorza, jest przekształcany obecnie z elektrowni na węgiel brunatny w producenta zielonej energii. Niedawno Pan Solorz ogłosił, że we współpracy z Michałem Sołowowem będzie budować małe reaktory jądrowe. Przewidujemy, że CPS może być zaangażowany w powyższe inwestycje. Projekty energetyczne charakteryzują się długimi terminami zwrotu i są odległe od podstawowej działalności grupy Polsat. Należy także pamiętać, że Cyfrowy jest także zaangażowany w e-commerce (przez udział w e-obuwie) oraz IT (przez udział w Asseco Poland). Nie możemy wykluczyć żadnego scenariusza.

| (mln PLN) | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| przychody | 11 676 | 11 963 | 12 509 | 12 675 | 12 919 |
| EBITDA skor. | 4 197 | 4 238 | 4 117 | 3 863 | 3 967 |
| marża | 35,9% | 35,4% | 32,9% | 30,5% | 30,7% |
| EBIT | 1967 | 1886 | 5774 | 2139 | 2266 |
| zysk netto | 1115 | 1146 | 4200 | 1540 | 1628 |
| P/E | 20,7 | 20,0 | 5,4 | 14,8 | 14,0 |
| P/S | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| P/BV | 1,6 | 1,6 | 1,3 | 1,2 | 1,1 |
| EV/EBITDA skor. | 8,3 | 8,2 | 7,0 | 7,7 | 7,4 |
| DPS | 0,93 | 1,01 | 1,20 | 1,32 | 1,39 |
| DYield | 2,6% | 2,8% | 3,4% | 3,7% | 3,9% |

| | |
|-------------------------------|--------------|
| cena bieżąca | 35,62 PLN |
| cena docelowa | 36,20 PLN |
| kapitalizacja | 22,8 mld PLN |
| free float | 7,8 mld PLN |
| średni dzienny obrót (3 m-ce) | 21,7 mln PLN |

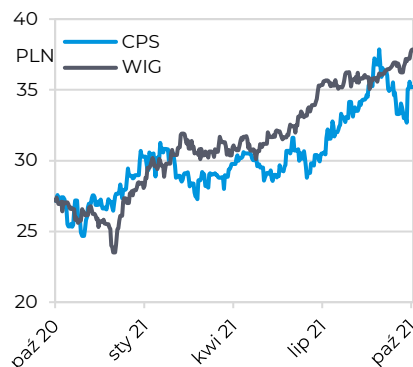
Struktura akcjonariatu

| | |
|-----------------------------------|-------|
| Reddev Investments Ltd (Z.Solorz) | 57,9% |
| Embud 2 sp. z o.o. (Z.Solorz) | 7,8% |
| Tipeca Consulting Ltd (Z.Solorz) | 0,3% |
| pozostali akcjonariusze | 34,0% |

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 (3,7 mln użytkowników) oraz Telewizja Polsat – wiodący nadawca komercyjny w Polsce z oglądalnością na poziomie 24,4% w 2Q'21. W roku 2014 CPS zakończył proces akwizycji spółki Polkomtela, jednego z głównych polskich operatorów sieci cyfrowej telefonii komórkowej, spółka ma ponad 8,6 mln kontraktowych RGUs z telefonii komórkowej.

Kurs akcji CPS na tle WIG



| spółka | cena docelowa | | rekomendacja | |
|--------------------------------------|---------------|---------------|------------------|---------|
| | nowa | stara | nowa | stara |
| Cyfrowy Polsat | 36,20 | 27,90 | trzymaj | trzymaj |
| spółka | cena bieżąca | cena docelowa | potencjał zmiany | |
| Cyfrowy Polsat | 35,62 | 36,20 | +1,6% | |
| zmiana prognoz od ostatniego raportu | | 2021P | 2022P | 2023P |
| przychody | | +3,0% | +2,1% | +2,6% |
| EBITDA | | +77,5% | -12,3% | -11,3% |
| zysk netto | | +181,9% | -0,6% | +0,6% |

Analitik:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFE - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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. Prostej 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, Pozbud, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której 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, Pozbud, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

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.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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 6 października 2021 o godzinie 08:33. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 października 2021 o godzinie 08:45.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

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 bądź 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) – 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

Cyfrowy Polsat

| rekomendacja | trzymaj |
|--------------------------|------------|
| data wydania | 2020-12-08 |
| cena docelowa (PLN) | 27,90 |
| kurs z dnia rekomendacji | 27,84 |

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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

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

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

Antoni Kania
antoni.kania@mbank.pl
przemysł

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

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

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

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

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

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

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

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl