

Cyfrowy Polsat

10 maja 2010

(tłumaczenie)

Media	Kurs	14,25 PLN *	Kupuj					
	Wycena	18,00 PLN	(podwyższenie)					
Stopa zwrotu	1M	3M	12M	FY/e 31.12 (mln EUR)	2009P	2010P	2011P	2012P
Absolutna	-9%	1%	3%	Sprzedaż	1 266.1	1 559.5	1 775.5	1 986.3
Relatywna do WIG20	-1%	-6%	-19%	EBITDA	327.4	441.1	493.0	606.1
Max/ min. (12-mies.)	18,10/ 13,10 PLN			EBIT	285.5	371.6	398.8	491.0
Reuters	CPSM.WA			Zysk netto	237.9	301.0	321.6	398.0
Bloomberg	CPS PW			EPS (PLN)	0.89	1.12	1.20	1.48
Kapitalizacja (mln EUR)	915			C/Z (x)	16.1	12.7	11.9	9.6
Następne wydarzenie w spółce:				Dywid. na akcję (EUR)	0.75	0.71	0.90	0.96
17 maja - wyniki za 1Q10				Stopa dywidendy (%)	5.3%	5.0%	6.3%	6.7%
				EV/EBITDA (x)	11.6	8.7	7.8	6.2

Źródło: spółka, KBC Securities

* kurs zamknięcia z 07/05/2010

Perspektywy zysków spółki poprawiły się ze względu na prognozowaną wyższą bazę klientów i poprawę perspektyw dla ARPU. Zakładamy, że oczekiwane lepsze wyniki biznesu DTH nie zostaną zniwelowane przez straty generowane przy wprowadzaniu nowych usług. Podwyższyliśmy prognozy zysku netto na 2010/2011/2012 o 16%/5%/21% do 301,0 mln zł (+26,5% r/r)/321,6 mln zł (+6,8% r/r)/398,0 mln zł (+23,8% r/r). Nasza wycena wzrosła o 34% do 18,0 zł na akcję, co implikuje 26% potencjału wzrostu. Podwyższyliśmy rekomendację do waleń Cyfrowego Polsatu z Trzymaj do Kupuj.

Rekomendacja podwyższona do Kupuj

- **Ekspozycja na rynek płatnej telewizji.** Po raz kolejny podwyższyliśmy nasze założenia dotyczące penetracji polskiego rynku telewizji płatnej w rezultacie zwiększenia powyżej oczekiwań liczby zdobytych klientów w 2009 roku i poprawy perspektyw na 2010 rok. Do 2013 roku penetracja powinna osiągnąć 83% lub 75% po wyłączeniu ofert pokrywających się. Oczekujemy, że 75% z 2,2 mln gospodarstw domowych będzie przypadać na segment DTH. Uważamy, że spółka utrzyma pozycję lidera i przejmie 40% nowo zdobytych klientów w latach 2010-2012.
- **Poprawa perspektyw wzrostu ARPU.** Podwyższyliśmy prognozę tzw. blended ARPU o 5-9% w latach 2010-2012. Podchodzimy bardziej optymistycznie do perspektyw zarówno pakietu Familijnego, jak i pakietu Mini i zakładamy korzystniejszą strukturę klientów. ARPU pakietu Familijnego powinno być pod wpływem przede wszystkim zakończenia dawnych promocyjnych umów i zwiększenia zainteresowania droższą opcją programową. Natomiast w przypadku ARPU pakietu Mini pozytywny wpływ powinna mieć popularność opcji MiniMax.
- **Rezygnacje.** Prognozujemy wzrost wskaźnika odpływu klientów z 10,7% do 13,8% w br. W latach następnych ta presja powinna zmaleć. Oczekiwany wzrost wskaźnika w br. przypisujemy zmianom warunków umów abonenckich, które mają na celu zatrzymać klientów w ramach 12-miesięcznych umów (i zmniejszyć wskaźnik odpływu w dłuższym terminie), ale także dają możliwość wypowiedzenia umowy z 2-tygodniowym wyprzedzeniem.
- **Nowe usługi.** Cyfrowy Polsat wprowadził usługi telekomunikacyjne usługi (telefoniczne i internetowe) w br. Oczekujemy, że segment telekomunikacyjny stanie się najszybciej rozwijającą linią biznesową i w 2013 roku jego udział w przychodach wyniesie 12%. Jednakże ze względu na koszty uruchomienia i wysokie wydatki na marketing zakładamy, że w najbliższej przyszłości segment ten będzie negatywnie wpływał na EBITDA, a najwyższych strat oczekujemy w 2011 roku.
- **Oczekiwany wzrost marży EBITDA.** Oczekujemy, że w ciągu najbliższych 3 lat marża EBITDA wzrośnie pod wpływem umocnienia PLN względem EUR i USD oraz silnego wzrostu ARPU, co powinno zrównoważyć koszt uruchomienia działalności internetowej. Prognozujemy wzrost marży do 25,9% i 30,5% odpowiednio w 2010 i 2012 roku (25,9% w 2009).

Leszek Iwaszko, CFA

+48 22 581 08 18

leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl

Piotr Janik

+48 22 581 09 19

piotr.janik@kbcsecurities.pl

- **Niedowartościowany walor.** W ciągu ostatniego miesiąca kurs akcji spółki spadł o 9%, zachowując się podobnie jak indeks WIG20. Notowany przy 8,7x EV/EBITDA na 2011P, Cyfrowy Polsat ma 2% premię do porównywalnych spółek. Jednakże uważamy, że wyższa premia jest uzasadniona mając na uwadze perspektywę wyższego wzrostu zysków w latach 2011-2012.

Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

EBITDA = EBIT + amortyzacja
EPS = zysk netto/ liczba akcji
DPS = dywidenda na akcję
BVPS = wartość księgowa/ liczba akcji
Marża EBITDA = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży
Marża zysku operacyjnego = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży
CFPS = Cash flow/ liczba akcji
Dług netto = zadłużenie odsetkowe – gotówka
ROE = zysk netto/ średni kapitał własny
EV = kapitalizacja rynkowa + Dług netto
P/E = kurs rynkowy/ EPS
P/CF = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)
P/BV = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa
P/S = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży
Stopa dywidendy = DPS/ kurs rynkowy *100%

Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

System rekomendacji

Kupuj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,
Trzymaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,
Sprzedaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendacje w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

Rekomendacje dla spółki Cyfrowy Polsat wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Cyfrowy Polsat	16,72	14,00	Kupuj	28 listopada 2008
Cyfrowy Polsat	16,17	14,90	Trzymaj	17 lutego 2009
Cyfrowy Polsat	13,40	14,40	Trzymaj	12 października 2009
Cyfrowy Polsat	18,00	14,25	Kupuj	10 maja 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacje inwestycyjne:

20 Kupuj	46%
16 Trzymaj	36%
8 Sprzedaj	18%

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
Banki	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>
Paliwa, Farmaceutyki	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
Telekomunikacja, Media,	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
IT	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
Handel Detaliczny	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
Przemysł, Metale	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
Nieruchomości	Lucian Albulescu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bermatek@kbcsecurities.pl</i>
Koordynator	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
Tłumacz	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>

Makroekonomia

Zsolt Papp	+44 20 7614 6667	<i>zsolt.papp@kbcfp.com</i>
------------	------------------	-----------------------------

Departament Sprzedaży Detalicznej

Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.