

Credit View: Warner Bros. Discovery

06.09.2024/JUP

Ratings

Senior Unsecured
Empfehlung (USD/EUR/CHF)
Fundamentals

BB+ (bisher BBB-)
MW / OW / –
Stable (wie bisher)

Sektor

Moody's / S&P / Fitch
Market Implied (G-Spread)
ESG Score

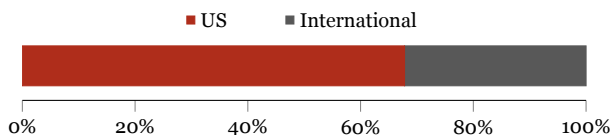
Media
Baa3 (sta) / BBB- (neg) / BBB- (sta)
USD: BBB- / EUR: BB+ / CHF: –



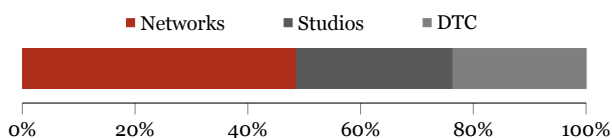
Konklusion

Warner Bros. Discovery (WBD) verzeichnet seit der Fusion von Warner Media und Discovery eine rückläufige operative Entwicklung. Das Kerngeschäft (TV) steht unter strukturellem Druck, der nur langsam durch eigene, wachsende Streaming-Angebote kompensiert werden kann. Dies verzögert stärker als von uns erwartet das Deleveraging, trotz konsequenter Allokation der FCFs in den Schuldendienst. Die hohe Verschuldung limitiert die Investitionskapazität, lässt wenig Spielraum für operative Fehlritte und führt zu erhöhten Eventrisiken. Wir reduzieren folgend unsere Einstufung von **BBB-** auf **BB+**. Wir gehen davon aus, dass sich die operative Entwicklung langsam stabilisiert, was ein moderates Deleveraging von erhöhtem Niveau erlauben sollte (Fundamentals: **Stable**).

Umsatz geografisch



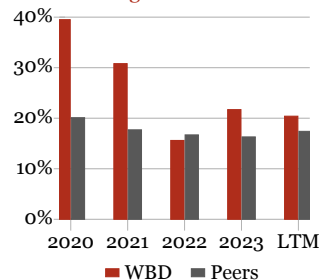
Segmente - Umsatz



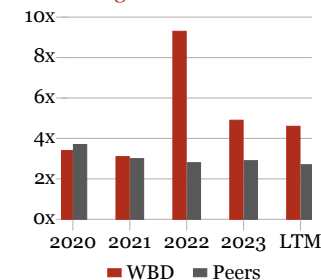
Cashflow Analyse

USDm	2021	2022	2023	LTM
Cash from Operations (CFO)	2'798	4'304	7'477	7'907
Capital Expenditures (CAPEX)	-373	-987	-1'316	-1'172
Free Cash Flow before Dividends	2'425	3'317	6'161	6'735
Dividends	0	0	0	0
Increase/Decrease in Capital Stocks	0	0	0	0

EBITDA Margin



Net Leverage



Peervergleich

LTM (USDm)	WBD	Paramount	Disney	Netflix
Revenue	39'934	29'269	90'028	36'304
EBITDA Margin	20.4%	10.3%	18.0%	23.8%
Net Leverage	4.6x	4.5x	2.6x	1.1x
EBITDA/Interest Expense	3.6x	3.4x	7.9x	12.5x
CAPEX/Sales	2.9%	1.0%	5.9%	0.9%
FCF before Dividend/Sales	16.9%	3.1%	8.8%	18.8%
EV/EBITDA	7.0x	6.9x	14.4x	34.6x
I-CV Rating / Composite	BBB-/BBB-	BB+/BBB-	A-/A-	BBB/A-

Geschäftsrisikoprofil

Mit der Fusion der amerikanischen Discovery mit Warner Media im 2Q22 entstand der Medienkonzern Warner Bros. Discovery (WBD), welcher mit seinem Streaming, Pay- und Free-TV Angebot zu den grössten Anbietern auf dem Markt gehört. Das Unternehmen rapportiert die drei Segmenten Networks (TV-Netzwerke; adj. EBITDA-Anteil 84%; Marge 43%), Studios (Produktion, Lizenzierung, Gaming; 16%; 14%) und DTC («Direct-to-Consumer»; Pay-TV und Streaming; <1%; ~0%). WBD weist ein breites Inhaltsportfolio mit bekannten Franchisen auf, welches geskriptete Inhalte wie Serien und Filme (u.a. Warner Bros, HBO, TNT) und ungeskripteten wie Sport (u.a. Fernsehrecht an US Topligen und Olympia), Dokumentationen, Life Style TV und News (CNN) umfasst. Dieses Portfolio wird primär über den US Fernsehmarkt monetarisiert, wo WBD zu den führenden Anbietern nach TV-Sendezeitanteil gehört. Die Erträge sind jedoch zyklisch und stehen aufgrund des strukturellen Wandels hin zu Streaming unter Druck. Dieser ist im Vergleich zu Konkurrenten wie Disney und Fox ausgeprägter, da WBD bei ungeskripteten Inhalten mit höheren Wechselkosten schwächer positioniert ist. Als Konsequenz baut WBD sein eigenes DTC-Angebot (Max) stetig aus und hat derzeit 103 Mio. Nutzer (USA 52 Mio.; Int. 51 Mio.). Das Wachstumspotenzial ist durch das starke Inhaltsportfolio gegeben. WBD hinkt aber hinter grösseren und kapitalstärkeren Konkurrenten wie Netflix (277 Mio. Nutzer), Amazon Prime (~200 Mio.) und Disney (169 Mio.) hinterher, was das Risiko birgt, dass Konsumenten das WBD-Streamingangebot als sekundär statt als Basisausstattung betrachten. In Kombination mit niedrigeren Wechselkosten (DTC monatlich kündbar), der hohen Wettbewerbsintensität und dem permanenten Content-Produktionsdruck zur Kundenbindung, dürfte mittelfristig ein Margenniveau wie beim traditionellen TV nicht erreichbar sein.

Besitzstruktur: Newhouse Broadcasting hält 8%, Rest im Streubesitz

Finanzrisikoprofil

Aufgrund des strukturellen Drucks im TV-Geschäft und trotz eines solide wachsenden, aber margenarmen Streaminggeschäfts verzeichnete WBD auf LTM-Basis (2Q24) einen Umsatzrückgang bei gleichzeitig schwächerer Profitabilität. Lichtblick ist die nach wie vor solide FCF-Generierung, die konsequent zur Schuldentilgung eingesetzt wurde und somit ein moderates Deleveraging ermöglichte. Die hohe Schuldenlast limitiert aber zunehmend die Investitionskapazität und den Handlungsspielraum, was sich u.a. im vorausstl. Verlust von Sportrechten (NBA) an Amazon zeigt. Infolgedessen prüft die Unternehmensführung strategische Optionen, was Eventrisiken birgt (vgl. Ratingreview vom 07.24). Wir gehen davon aus, dass die rückläufige TV-Ertragsbasis durch die fortschreitende Streamingexpansion und erzielte Skaleneffekte teilweise kompensiert werden kann. Dies dürfte sich in eine stagnierende Umsatz- und Margenentwicklung übersetzen, während die FCFs solide bleiben sollten. Wir erwarten, dass Letztere primär für das Deleveraging verwendet werden. Dieses dürfte jedoch aufgrund der stagnierenden EBITDA-Entwicklung nur langsam voranschreiten und wenig Spielraum für operative Fehlritte lassen.

Management Strategie/Guidance

- GJ24: leichtes Deleveraging; GJ25 DTC EBITDA USD 1 Mia.
- IG-Bekanntnis; Brutto Leverage Zielband von 2.5-3.0x

Stärken / Schwächen

- + #1 im TV-Markt mit hohen Margen; breites Inhaltsportfolio; solide FCF
- Struktureller Druck bei TV; margenarmes DTC; erhöhter Leverage

Points to watch

- Operative Entwicklung (TV vs. DTC); Leverage; Strategie

Prognose basierend auf Konsensus Schätzungen

USD Mio.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Revenue	12'191	33'817	41'321	40'040	40'440	40'845
<i>Change in Revenue</i>	<i>14.2%</i>	<i>177.4%</i>	<i>22.2%</i>	<i>-3.1%</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.0%</i>
EBITDA	3'753	5'264	8'965	8'168	8'209	8'210
<i>EBITDA Margin</i>	<i>30.8%</i>	<i>15.6%</i>	<i>21.7%</i>	<i>20.4%</i>	<i>20.3%</i>	<i>20.1%</i>
Funds from Operations (FFO)	2'566	2'594	7'985	5'309	5'747	5'747
Change in Working Capital	232	1'710	-508	-70	9	1
Cash from Operations (CFO)	2'798	4'304	7'477	5'239	5'756	5'748
Cash Conversion	74.6%	81.8%	83.4%	64.1%	70.1%	70.0%
Capital Expenditures (CAPEX)	-373	-987	-1'316	-1'200	-1'200	-1'200
Free Cash Flow before Dividends	2'425	3'317	6'161	4'039	4'556	4'548
Dividends	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow after Dividends	2'425	3'317	6'161	4'039	4'556	4'548
Acquisitions (-)/Divestitures (+)	-2	3'612	-50	0	0	0
Borrowings/Repayment of Debt	-574	-7'317	-5'371	-3'800	-4'200	-4'200
Increase/Decrease in Capital Stocks	0	0	0	0	0	0
Others (Intangibles, LT Investments, FX, Disc. Op.)	-66	413	-351	0	0	0
Increase (+) / Decrease (-) in Cash	1'783	25	389	239	356	348
Increase (-) / Decrease (+) in Net Debt	2'479	-37'133	5'366	4'039	4'556	4'548

Key Ratios	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Net Debt	11'738	48'871	43'505	39'466	34'910	30'362
Net Leverage	3.1x	9.3x	4.9x	4.8x	4.3x	3.7x
Gross Leverage	4.2x	10.0x	5.3x	5.3x	4.8x	4.3x
EBITDA /Interest Expense	5.5x	2.7x	3.7x	3.8x	4.4x	5.0x
Asset Cover	n.a.	150%	167%	131%	142%	165%
EV/EBITDA	n.a.	14.0x	8.1x	6.3x	6.1x	6.1x
FCF before Dividend/Sales	19.9%	9.8%	14.9%	10.1%	11.3%	11.1%
FCF after Dividends/Net Debt	20.7%	6.8%	14.2%	10.2%	13.0%	15.0%

Source: I-CV Estimates

Wichtigste Annahmen

- Umsatz-, EBITDA- und FCF-Annahmen konservativer als Konsensus
- Stetige Schuldenrückzahlung, keine Aktionärsvergütungen während des Prognosezeitraums
- Keine Modellierung von Vermögenswertverkäufen
- Kapitalstruktur: WBD hat überwiegend Senior Unsecured Schulden ausstehend und das Fälligkeitsprofil ist angemessen gestaffelt. Das Unternehmen hat Zugang zu einer ungenutzten Kreditlinie von USD 6 Mia. Diese ist an zwei Financial Covenants gebunden, nämlich darf die Zinsdeckungsquote nicht unter 3x und der konsolidierte Leverage nicht über 4.5x (4.0x gemäss WBD) liegen. U.E. hat das Unternehmen ausreichend Spielraum bei den Covenants und kann den Zugang zur Kreditlinie aufrechterhalten

Disclaimer
Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.