



Dom Maklerski BDM S.A.

CYFROWY POLSAT

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

WYCENA 24.65 PLN

(POPZEDNIO: TRZYMAJ)

11 LUTY 2016

Decydujemy się na zmianę naszego zalecenia z Trzymaj na Akumuluj, podnosząc jednocześnie cenę docelową do 24.65 PLN/akcję. Obecne mnożniki rynkowe wydają nam się zachęcające do budowy pozycji. Prognozowane EV/EBITDA na 2016-2017 (bez uwzględnienia akwizycji - kwestia przejęcia Midasa może być coraz bliższa) wynosi 6.5x i 6.1x. Jednocześnie oczekujemy przedstawienia wyczekiwanej polityki dywidendowej.

W 3Q'15 w segmencie usług dla klientów indywidualnych spółka wykazała przychody na poziomie 2.167 mld PLN. Wynik EBITDA segmentu był na pułapie 844 mln PLN, a wynik EBIT 453 mln PLN. Liczba klientów w usługach kontraktowych na koniec 3Q'15 wyniosła 5.94 mln, co oznacza spadek o 247 tys. klientów r/r i erozję o 52.3 tys. klientów w ujęciu q/q. Liczba RGU w usługach kontraktowych na koniec 3Q'15 wyniosła 12.419 mln jednostek, czyli wzrosła o 1.5% r/r. W ujęciu wolumenowym liczba RGU wzrosła o ponad 187.9 tys. r/r i o 41.7 tys. w ujęciu q/q. Dalszy przyrost RGU wspiera oferta internetu mobilnego. Zauważamy także powrót do wzrostów RGU płatnej telewizji (po spadku zanotowanym w 2Q'15). W omawianym okresie ARPU w obszarze klientów kontraktowych wyniosło 88.1 PLN, czyli wzrosło o ponad 1.8% r/r. Pozytywnie oceniamy wzrost nasycenie usług (głównie dzięki ofercie internetowej) i na koniec 3Q'15 wskaźnik RGU/liczba klientów wynosił 2.09x. Zwracamy uwagę, że w 3Q'15 istotnie spadła dynamika wzrostu churn i wskaźnik ten wzrósł q/q z 10.1% do pułapu 10.2% (jeden z wyższych odczytów w historii spółki).

W segmencie nadawania w 3Q'15 spółka osiągnęła przychody w wysokości 248 mln PLN. Rynek reklamy telewizyjnej i sponsoringu w 3Q'15 wzrósł r/r o 6,4%. W tym okresie przychody segmentu nadawania z reklamy i sponsoringu wzrosły o ok. 12% r/r do 222 mln PLN. W 3Q'15 udział spółki w rynku reklamy telewizyjnej wzrósł do 27,6%. Na poziomie EBITDA segment odnotował zysk w wysokości 86 mln PLN (+17% r/r).

Podnosząc naszą wycenę, doceniamy zakończenie refinansowania zadłużenia. Dzięki temu spółka w kolejnych okresach znacząco obniży koszty obsługi długu, co istotnie pozytywnie powinno wpłynąć na raportowany zysk netto. Tak jak w poprzednim raporcie, podtrzymujemy założenie, że rok 2016 może przynieść spadek EBITDA r/r. W modelu uwzględniamy, że erozja EBITDA wyniesie ok. 109 mln PLN r/r. Jest to mniej niż szacowaliśmy w październiku'15 i mamy nadzieję w przyszłości na możliwość kolejnych korekt w górę na poziomie EBITDA w 2016 roku. Ogółem w porównaniu z październikowym raportem nie wprowadziliśmy istotnych zmian. Korekta in plus oczekiwanego poziomu EBITDA na 2016-2017 jest niewielka. Dostrzegamy jednak coraz wyraźniejsze przesłanki do podkreślenia powrotu EBITDA na ścieżkę wzrostu w średnim terminie (po sygnalizowanym słabszym okresie w 2016 roku względem 2015 roku).

Wycena końcowa [PLN]	24.65
Wycena DCF	24.74
Wycena porównawcza [PLN]	24.45
Potencjał do wzrostu / spadku	+14.1%
Koszt kapitału	9.0%

Cena rynkowa [PLN]	21.60
Kapitalizacja [mld PLN]	13.81
Ilość akcji [mln. szt.]	639.55

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	26.17
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	20.21

Stopa zwrotu za 3 mc	-15%
Stopa zwrotu za 6 mc	-5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-14%

Akcjonariat:	
Pan Z. Solorz-Żak (przez podmioty)	63.83%
Pan H. Ruta (przez podmioty)	9.97%
Pozostali	26.2%

Maciej Bobrowski

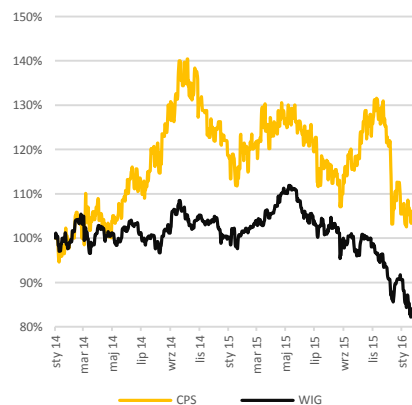
bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mld PLN]	2.91	7.41	9.74	9.86	10.02	10.14
EBITDA [mld PLN]	1.05	2.74	3.65	3.54	3.60	3.57
EBIT [mld PLN]	0.79	1.44	1.96	1.81	1.90	1.97
Zysk netto [mld PLN]	0.53	0.29	1.10	1.11	1.26	1.33
P/BV	2.5x	3.1x	2.4x	2.0x	1.8x	1.6x
P/E	14.3x	47.2x	12.6x	12.4x	11.0x	10.4x
EV/EBITDA	8.7x	9.5x	6.7x	6.5x	6.1x	5.9x
EV/EBIT	11.5x	18.1x	12.5x	12.8x	11.6x	10.6x



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'15.....	9
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2016 ORAZ KOLEJNE OKRESY	14
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	16

WYCENA I PODSUMOWANIE

Decydujemy się na zmianę naszego zalecenia z Trzymaj na Akumuluj, podnosząc jednocześnie cenę docelową do 24.65 PLN/akcję. Obecne mnożniki rynkowe wydają nam się zachęcające do budowy pozycji. Prognozowane EV/EBITDA na 2016-2017 (bez uwzględnienia akwizycji - kwestia przejęcia Midasa może być coraz bliższa) wynosi 6.5x i 6.1x. Jednocześnie oczekujemy przedstawienia wyczekiwanej polityki dywidendowej.

Podnosząc naszą wycenę, doceniamy zakończenie refinansowania zadłużenia. Dzięki temu spółka w kolejnych okresach znacząco obniży koszty obsługi zadłużenia, co istotnie pozytywnie powinno wpłynąć na raportowany zysk netto. Tak jak w poprzednim raporcie, podtrzymujemy założenie, że rok 2016 może przynieść spadek EBITDA r/r. W modelu uwzględniamy, że erozja EBITDA wyniesie ok. 109 mln PLN r/r. Jest to mniej niż szacowaliśmy w październiku'15 i mamy nadzieję w przyszłości na możliwość kolejnych korekt w górę na poziomie EBITDA w 2016 roku. Ogółem w porównaniu z październikowym raportem nie wprowadziliśmy istotnych zmian. Korekta in plus oczekiwanego poziomu EBITDA na 2016-2017 jest niewielka. Dostrzegamy jednak coraz wyraźniejsze przesłanki do podkreślenia powrotu EBITDA na ścieżkę wzrostu w średnim terminie (po sygnalizowanym słabszym okresie w 2016 roku względem 2015 roku).

Podsumowanie wyceny

A	Wycena DCF [PLN]	24.74
B	Wycena porównawcza [PLN]	24.45
C = (A*70%+B*30%)	Wycena końcowa [mln PLN]	24.65

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zwracamy uwagę, że zmiany w sposobie funkcjonowania mediów publicznych (docelowa transformacja na media narodowe) mogą przynieść wprowadzenie nowych podatków/opłat, obciążając tym samym nadawców prywatnych. Ewentualne dodatkowa opłata audiowizualna pobierana od prywatnych podmiotów powinna być połączona z ograniczeniem transmisji reklam przez podmioty dotowane. Zatem przyjmujemy w modelu scenariusz, że bilans tych zmian nie wpłynie w istotny sposób na pogorszenie rentowności segmentu nadawanie.

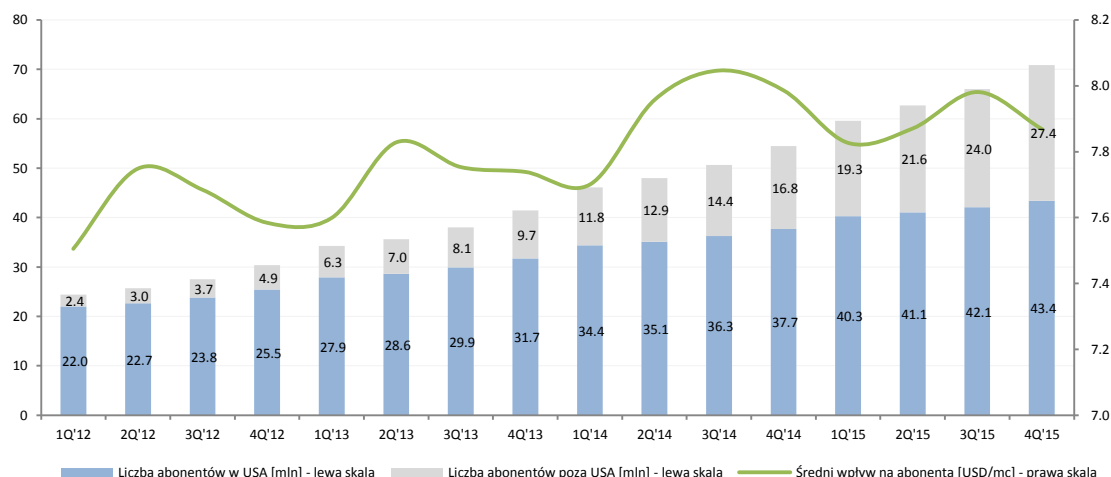
GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Inwestorzy powinni mieć na uwadze szereg czynników ryzyka związanych z działalnością spółki. Spółka po przejściu Polkomtela posiada dużą ekspozycję na rynek telekomunikacyjny (telefonia komórkowa), dla którego akceptowalne mnożniki rynkowe są odpowiednio niższe niż dla wcześniejszej struktury Cyfrowego Polsatu. Uważamy, że przejęty Polkomtel notował w latach 2013-2014 optymalnie wysokie wyniki operacyjne. Spółka może zmagać się z negatywnymi tendencjami w postaci odpływu klientów w usłudze telefonii oraz niższą rentownością uzyskiwaną na kliencie.

Przychody spółki są osiągane w PLN, jednak pewien poziom kosztów jest zależny od poziomów kursu EUR i USD względem PLN. Zatem ewentualne osłabienie PLN będzie miało negatywny wpływ na rentowność operacyjną.

Zakładamy, że rynek płatnej tv jest już bliski nasycenia i dlatego w kolejnych okresach koszty utrzymania klientów mogą być coraz wyższe. Scenariusz wejścia na polski rynek usługi Netflix lub HBO GO (zapowiedź oferty bez konieczności korzystania z usługi tv kablowej) będzie dodatkowo sporym wyzwaniem dla dotychczasowych graczy na rynku płatnej tv. Z naszego punktu widzenia, połączenie oferty „bezpłatnej paczki” kanałów z tv cyfrowej wraz z nową ofertą płatnej premium tv może spowodować zauważalne zmiany w sposobie korzystania z usług operatorów kablowych i satelitarnych. We wrześniu '14 Netflix pochwalił się udanym wejściem do Francji, Niemiec, Austrii, Szwajcarii czy Belgii poszerzając krąg potencjalnych odbiorców o ponad 66 mln abonentów. W 2016 roku oferta Netflix została udostępniona także w Polsce. W ostatnich kwartałach spółka duży nacisk położyła na ekspansję poza USA.

Przyrost abonentów Netflix na przestrzeni ostatnich kwartałów oraz średni koszt korzystania z usługi



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Netflix

Zmiany w sposobie funkcjonowania mediów publicznych (docelowa transformacja na media narodowe) mogą przynieść wprowadzenie nowych podatków/opłat, obciążając tym samym nadawców prywatnych. Ewentualne dodatkowe opłaty audiowizualne pobierane od prywatnych podmiotów powinny być połączone z ograniczeniem transmisji reklam przez podmioty dotowane. Zatem przyjmujemy scenariusz, że bilans tych zmian nie wpłynie w istotny sposób na pogorszenie rentowności segmentu nadawanie.

Kolejną istotną akwizycją przeprowadzoną przez grupę może być Midas (podmiot kontrolowany przez tego samego akcjonariusza). Wejście Midasa w skład Cyfrowego Polsatu może wpłynąć na przyszły strumień dywidend oraz zmiany w strukturze kosztów w RZiS. W naszym modelu nie uwzględniamy tej transakcji, jednak oceniamy ją za naturalny ruch w procesie konsolidacji aktywów telekomunikacyjnych.

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach wolnych od ryzyka na poziomie 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

Główne założenia w modelu (szczegółowe założenia znajdują się w osobnych rozdziałach):

- Tak jak w poprzednim raporcie, podtrzymujemy założenie, że rok 2016 może przynieść spadek EBITDA r/r. W modelu uwzględniamy, że erozja EBITDA wyniesie ok. 109 mln PLN r/r. Jest to mniej niż szacowaliśmy w październiku'15 i mamy nadzieję w przyszłości na możliwość kolejnych korekt w górę na poziomie EBITDA w 2016 roku. Ogółem w porównaniu z październikowym raportem nie wprowadziliśmy istotnych zmian. Korekta in plus oczekiwanego poziomu EBITDA na 2016-2017 jest niewielka. Dostrzegamy jednak coraz wyraźniejsze przesłanki do podkreślenia powrotu EBITDA na ścieżkę wzrostu w średnim terminie (po prawdopodobnie słabszym okresie w 2016 roku względem 2015 roku).
- Stopę wolną od ryzyka utrzymujemy na pułapie 4.0%.
- W modelu nie uwzględniamy kolejnych akwizycji. Zwracamy uwagę, że po finalnym zakończeniu procesu refinansowania może rozpocząć się proces łączenia z Midasem (czego efektem może być wspomniane już zmiana układu rodzajowego kosztów w RZiS).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2025.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.06.2016 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na 18.82 mld PLN, czyli 24.74 PLN/akcję.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	9 865	10 024	10 145	10 275	10 370	10 493	10 628	10 774	10 930	11 094
EBIT [mln PLN]	1 808	1 905	1 971	2 100	2 164	2 192	2 245	2 291	2 335	2 380
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	344	362	375	399	411	416	427	435	444	452
NOPLAT [mln PLN]	1 465	1 543	1 597	1 701	1 753	1 775	1 818	1 856	1 892	1 928
Amortyzacja [mln PLN]	1 735	1 691	1 596	1 453	1 375	1 362	1 335	1 324	1 324	1 331
CAPEX [mln PLN]	-1 123	-1 187	-1 216	-1 246	-1 272	-1 291	-1 307	-1 324	-1 342	-1 362
<i>Zwiększenie wartości zestawów odbiorczych</i>	-183	-185	-186	-188	-188	-190	-191	-193	-195	-197
<i>Pozostałe inwestycje</i>	-940	-1 002	-1 030	-1 058	-1 084	-1 102	-1 116	-1 131	-1 148	-1 165
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	23	23	-3	-4	-3	-3	-4	-4	-4	-5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF [mln PLN]	2 100	2 069	1 974	1 904	1 853	1 842	1 842	1 852	1 869	1 893
DFCF [mln PLN]	2 017	1 854	1 647	1 478	1 334	1 229	1 137	1 057	986	922
Suma DFCF [mln PLN]	13 662									
Wartość rezydualna [mln PLN]	26 616									
										wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1.0%
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	12 967									
Wartość firmy EV [mln PLN]	26 629									
Dług netto [mln PLN]	10 807									
Wartość kapitału [mln PLN]	15 822									
Ilość akcji [mln szt.]	639.5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	24.74									

Przychody zmiana r/r	1.3%	1.6%	1.2%	1.3%	0.9%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
ARPU – usługi kontraktowe [PLN]	89.2	91.3	93.3	95.5	96.9	98.4	99.9	101.4	102.9	104.4
Marża EBITDA	35.9%	35.9%	35.2%	34.6%	34.1%	33.9%	33.7%	33.6%	33.5%	33.5%
Marża EBIT	18.3%	19.0%	19.4%	20.4%	20.9%	20.9%	21.1%	21.3%	21.4%	21.5%
CAPEX / Przychody	9.5%	10.0%	10.2%	10.3%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
CAPEX / Amortyzacja	65%	70%	76%	86%	93%	95%	98%	100%	101%	102%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-19%	-14%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Koszt kapitału własnego	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Udział kapitału własnego	57%	61%	64%	68%	73%	78%	79%	80%	83%	85%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Udział kapitału obcego	43%	39%	36%	32%	27%	22%	21%	20%	17%	15%
WACC	7.1%	7.2%	7.4%	7.6%	7.8%	8.0%	8.0%	8.1%	8.2%	8.3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	0.7	21.0	22.9	25.3	28.4	32.5	35.1	38.2	42.0	46.7
	0.8	19.6	21.3	23.4	26.1	29.6	31.7	34.3	37.4	41.2
	0.9	18.3	19.8	21.6	24.0	27.0	28.9	31.0	33.6	36.7
	1.0	17.0	18.4	20.1	22.1	24.7	26.3	28.2	30.4	32.9
	1.1	15.9	17.1	18.6	20.4	22.7	24.1	25.7	27.5	29.7
	1.2	14.9	16.0	17.3	18.9	20.9	22.1	23.5	25.1	26.9
	1.3	13.9	14.9	16.1	17.5	19.3	20.3	21.5	22.9	24.5
	1.4	13.0	13.9	14.9	16.2	17.8	18.7	19.8	21.0	22.3
	1.5	12.1	12.9	13.9	15.0	16.5	17.3	18.2	19.2	20.4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
	0.7	40.1	37.3	34.7	33.6	32.5	31.4	30.4	28.5	26.8
	0.8	37.3	34.4	31.8	30.7	29.6	28.5	27.5	25.6	23.9
	0.9	34.7	31.8	29.3	28.1	27.0	25.9	25.0	23.1	21.4
	1.0	32.5	29.6	27.0	25.8	24.7	23.7	22.7	20.9	19.3
	1.1	30.4	27.5	25.0	23.8	22.7	21.7	20.7	19.0	17.4
	1.2	28.5	25.6	23.1	22.0	20.9	19.9	19.0	17.2	15.7
	1.3	26.8	23.9	21.4	20.3	19.3	18.3	17.4	15.7	14.2
	1.4	25.2	22.3	19.9	18.8	17.8	16.8	15.9	14.3	12.8
	1.5	23.7	20.9	18.5	17.5	16.5	15.5	14.6	13.0	11.6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	3.0%	22.6	24.7	27.4	31.0	35.8	38.9	42.7	47.4	53.4
	3.5%	21.0	22.9	25.3	28.4	32.5	35.1	38.2	42.0	46.7
	4.0%	19.6	21.3	23.4	26.1	29.6	31.7	34.3	37.4	41.2
	4.5%	18.3	19.8	21.6	24.0	27.0	28.9	31.0	33.6	36.7
	5.0%	17.0	18.4	20.1	22.1	24.7	26.3	28.2	30.4	32.9
	5.5%	15.9	17.1	18.6	20.4	22.7	24.1	25.7	27.5	29.7
	6.0%	14.9	16.0	17.3	18.9	20.9	22.1	23.5	25.1	26.9
	6.5%	13.9	14.9	16.1	17.5	19.3	20.3	21.5	22.9	24.5
	7.0%	13.0	13.9	14.9	16.2	17.8	18.7	19.8	21.0	22.3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

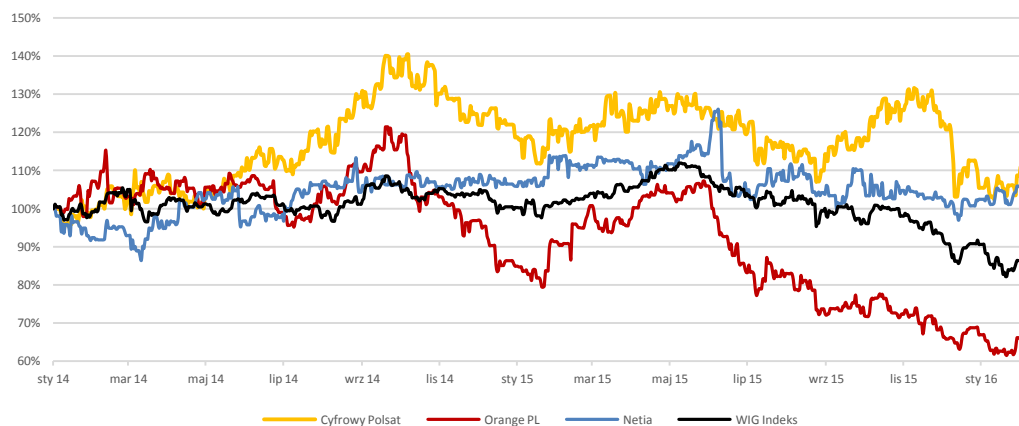
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o prognozy na lata 2016-2017 do wybranej grupy podmiotów z obszaru media/rozrywka oraz z ekspozycją na obszar telco. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Końcowa wycena metodą porównawczą wynosi 24.45 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	Cena	P/E			EV/EBITDA		
		2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Ekspozycja na telco							
ORANGE POLSKA	6.48 PLN	26.6	68.2	63.5	3.8	4.4	4.4
ORANGE	14.835 EUR	15.6	14.3	13.3	5.6	5.0	4.9
BT GROUP	454.9 GBP	17.3	15.1	14.1	8.2	7.0	6.8
DEUTSCHE TELEKOM	14.4 EUR	19.3	16.4	14.2	5.9	5.5	5.1
VODAFONE	202.4 GBP	43.5	40.0	29.5	7.1	6.9	6.6
TELENOR ASA	120.4 NOK	11.2	10.3	9.4	5.1	5.0	4.9
TELIASONERA AB	37.47 SEK	11.7	11.7	10.5	8.3	8.1	7.9
VERIZON	49.98 USD	12.5	12.2	11.9	6.6	6.3	6.1
AT&T INC	36.43 USD	13.0	12.3	11.7	6.3	6.1	5.6
A. Mediana (ekspozycja na telco)		15.6	14.3	13.3	6.3	6.1	5.6
Ekspozycja na media							
VIVENDI	16.765 EUR	33.7	32.9	31.1	11.3	11.4	11.4
SKY	971.5 GBP	15.6	16.7	14.1	9.7	9.9	8.6
TIME WARNER CABLE	179.2 USD	23.2	21.0	17.7	8.1	7.5	6.8
LIBERTY GLOBAL	31.56 USD	---	---	---	8.6	8.2	7.8
CENTRAL EUROPEAN MEDIA	2.27 USD	---	---	---	10.0	8.1	7.9
CTC MEDIA	1.88 USD	10.9	8.2	6.4	4.0	2.6	1.6
ITV	238.4 GBP	14.8	13.3	12.4	11.3	9.9	9.2
PROSIEBEN SAT.1	42.6 EUR	19.9	17.3	15.9	12.2	11.0	10.2
RTL GROUP	69.8 EUR	14.5	14.0	13.4	8.5	8.1	7.7
MEDIASET ESPANA	8.359 EUR	18.0	15.7	14.0	13.2	11.5	9.9
MEDIASET	2.964 EUR	88.3	27.2	16.0	3.3	2.7	3.4
TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)	9.09 EUR	21.0	20.1	15.0	6.6	6.7	5.2
MODERN TIMES GROUP	217.7 SEK	14.7	13.5	12.5	9.7	8.8	8.1
SCRIPPS NETWORK	53.92 USD	11.9	11.3	10.6	8.6	7.7	7.5
B. Mediana (ekspozycja na media)		16.8	16.2	14.0	9.1	8.2	7.8
Mediana do wyceny (70%*A + 30%*B)		16.0	14.9	13.5	7.1	6.7	6.3
Cyfrowy Polsat		12.6	12.4	11.0	6.7	6.5	6.1
Premia / dyskonto		-21%	-17%	-19%	-5%	-3%	-3%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]		27.4	25.9	26.7	23.8	22.6	22.6
Waga roku		0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]			26.31			22.58	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		24.45					
Wycena końcowa spółki [mld PLN]		15.63					

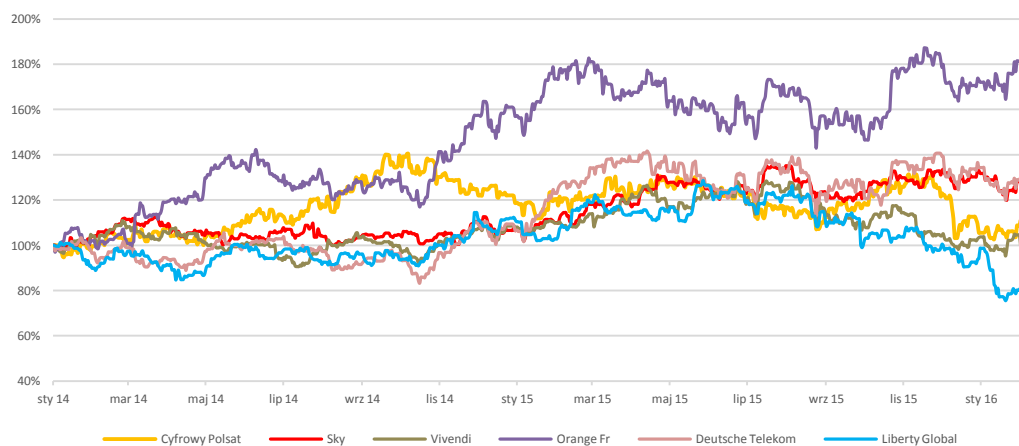
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu CPS na tle wybranych podmiotów handlowanych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu CPS na tle wybranych podmiotów zagranicznych

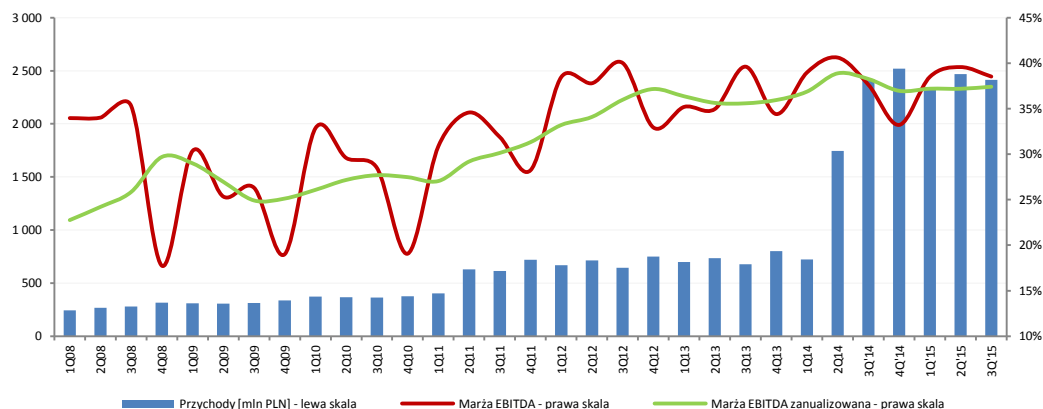


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'15

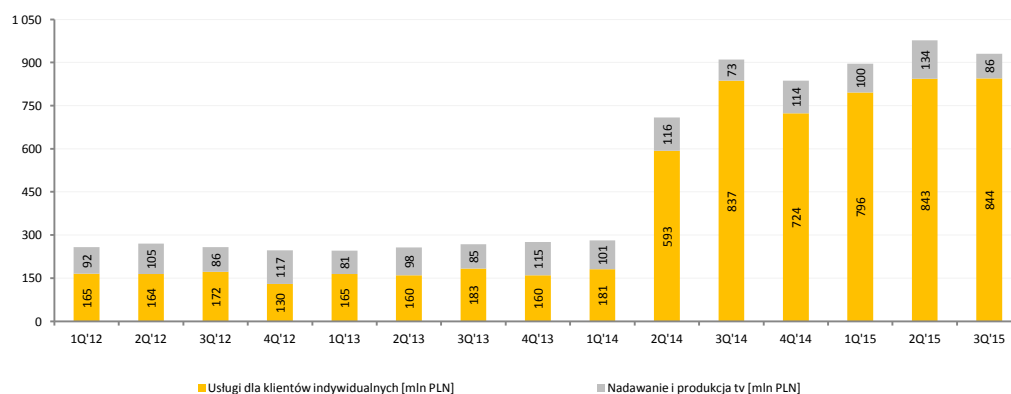
Ogółem przychody spółki w 3Q'15 wyniosły 2.415 mld PLN. Przychody detaliczne wyniosły ok. 1.64 mld PLN, z kolei przychody hurtowe ok. 0.62 mld PLN. Sprzedaż sprzętu w omawianym okresie wyniosła 131 mln PLN. Na poziomie EBITDA spółka zaraportowała ok. 0.93 mld PLN. Wynik EBIT spółki wyniósł 0.529 mld PLN. Istotny wpływ na rezultat netto miało saldo finansowe (zdarzenia związane z refinansowaniem zadłużenia grupy). Ostateczne zysk netto w 3Q'15 był na poziomie 503 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym



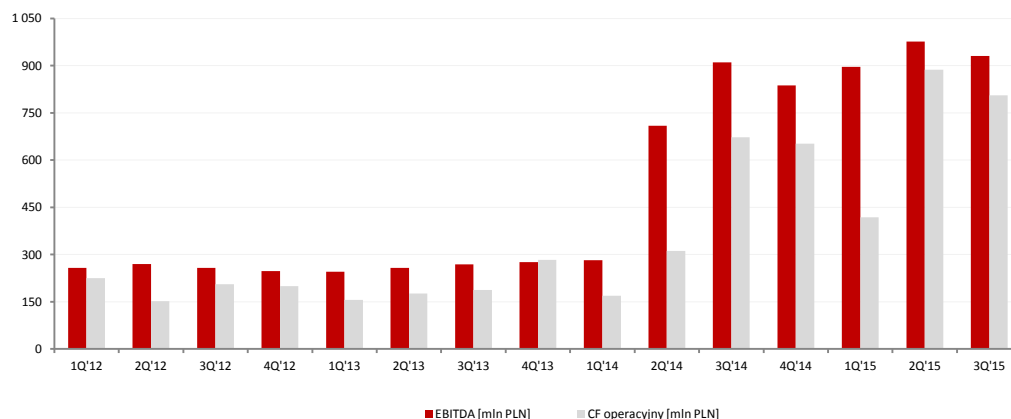
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik EBITDA segmentu klientów indywidualnych oraz segmentu nadawanie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik EBITDA oraz CF operacyjny w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki za 3Q'15 [mln PLN]

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	4Q'13-3Q'14	4Q'14-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	2 420	2 415	0%	5 689	9 734	71%
detaliczne (klienci ind + biznesowi)	1 711	1 643	-4%	3 849	6 634	72%
hurtowe	592	617	4%	1 630	2 500	53%
sprzedaż sprzętu	104	131	26%	177	516	192%
pozostałe	13	24	78%	33	84	153%
Koszty operacyjne	1 993	1 900	-5%	4 443	7 834	76%
kontentu	262	257	-2%	995	1 062	7%
dystrybucji, marketingu, obsługa klienta	187	200	7%	487	801	65%
amortyzacja i utrata wartości	478	401	-16%	921	1 706	85%
koszty techniczne i rozliczeń międzyoperatorskich	496	551	11%	927	2 113	128%
koszty pracownicze	118	122	4%	324	543	68%
koszt własny sprzedanego sprzętu	349	315	-10%	559	1 316	135%
windykacja, odpisy aktualizujące należności	15	9	-44%	47	83	74%
inne koszty	87	45	-49%	184	210	14%
Saldo pozostałej działalności	5	14	206%	10	35	253%
EBITDA	910	930	2%	2 176	3 641	67%
EBIT	432	529	23%	1 256	1 935	54%
Saldo finansowe	-383	84	---	-759	-773	---
Wynik brutto	49	613	1147%	499	1 164	133%
Wynik netto	48	503	945%	452	992	120%

Segment nadawania	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	4Q'13-3Q'14	4Q'14-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	267	248	-7%	1 046	1 141	9.1%
EBITDA	73	86	17%	417	421	1.0%
EBIT	64	76	19%	381	383	0.5%
marża EBITDA	27%	35%		40%	37%	
marża EBIT	24%	31%		36%	34%	

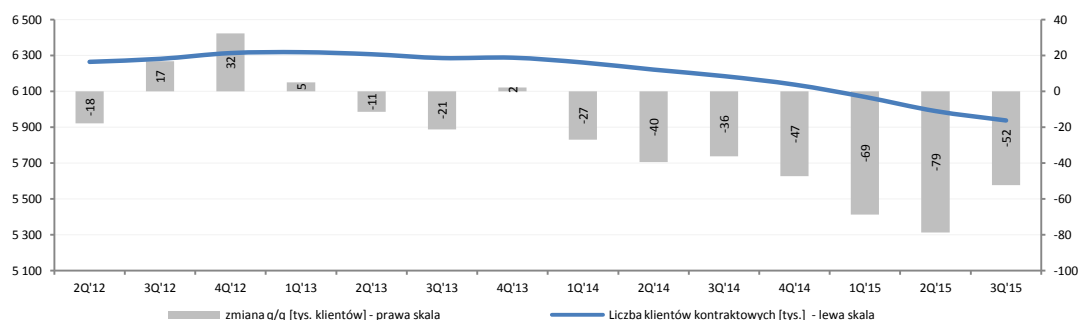
Segment klientów ind. i biznesowych	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	4Q'13-3Q'14	4Q'14-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	2 153	2 167	1%	2 901	8 598	196.4%
EBITDA	837	844	1%	1 118	3 200	186.3%
EBIT	368	453	23%	648	1 454	124.6%
marża EBITDA	39%	39%		39%	37%	
marża EBIT	17%	21%		22%	17%	
Usługi kontraktowe	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r			
RGU eop [tys.]	12 231	12 419	1.5%			
<i>Płatna telewizja, w tym:</i>	4 345	4 396	1.2%			
<i>Multiroom</i>	806	901	11.8%			
<i>Telefonia komórkowa</i>	6 617	6 505	-1.7%			
<i>Internet</i>	1 269	1 517	19.6%			
Liczba klientów [tys.]	6 185	5 938	-4.0%			
ARPU na klienta [PLN]	87	88	1.8%			
Churn na klienta	8.8%	10.2%	15.9%			
RGU/liczba klientów	2	2	5.6%			
Usługi przedpłacone	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r			
RGU eop [tys.]	4 219	3 977	-5.7%			
<i>Płatna telewizja</i>	98	60	-38.4%			
<i>Telefonia komórkowa</i>	3 856	3 685	-4.4%			
<i>Internet</i>	265	231	-12.9%			
ARPU na klienta [PLN]	18	19	3.8%			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SEGMENT USŁUG ŚWIADCZONYCH DLA KLIENTÓW INDYWIDUALNYCH I BIZNESOWYCH

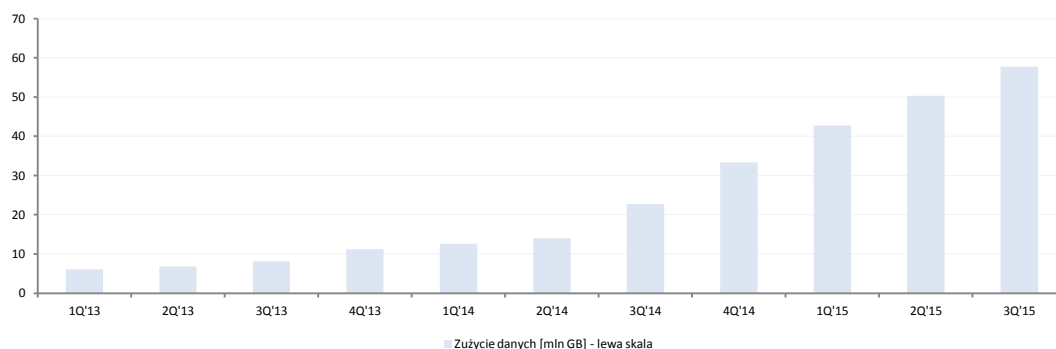
W segmencie usług dla klientów indywidualnych spółka wykazała przychody na poziomie 2.167 mld PLN. Wynik EBITDA segmentu był na pułapie 844 mln PLN, a wynik EBIT 453 mln PLN. Liczba klientów w usługach kontraktowych na koniec 3Q'15 wynosiła 5.94 mln, co oznacza spadek o 247 tys. klientów r/r i erozję o 52.3 tys. klientów w ujęciu q/q. Liczba RGU w usługach kontraktowych na koniec 3Q'15 wyniosła 12.419 mln jednostek, czyli wzrosła o 1.5% r/r. W ujęciu wolumenowym liczba RGU wzrosła o ponad 187.9 tys. r/r i o 41.7 tys. w ujęciu q/q. Dalszy przyrost RGU wspiera oferta internetu mobilnego. Zauważamy także powrót do wzrostów RGU płatnej telewizji (po spadku zanotowanym w 2Q'15). W omawianym okresie ARPU w obszarze klientów kontraktowych wyniosło 88.1 PLN, czyli wzrosło o ponad 1.8% r/r. Pozytywnie oceniamy wzrost nasycenie usług (głównie dzięki ofercie internetowej) i na koniec 3Q'15 wskaźnik RGU/liczba klientów wynosił 2.09x. Zwracamy uwagę, że w 3Q'15 istotnie spadła dynamika wzrostu churn i wskaźnik ten wzrósł q/q z 10.1% do pułapu 10.2% (jeden z wyższych odczytów w historii spółki).

Liczba klientów usług kontraktowych [mln]



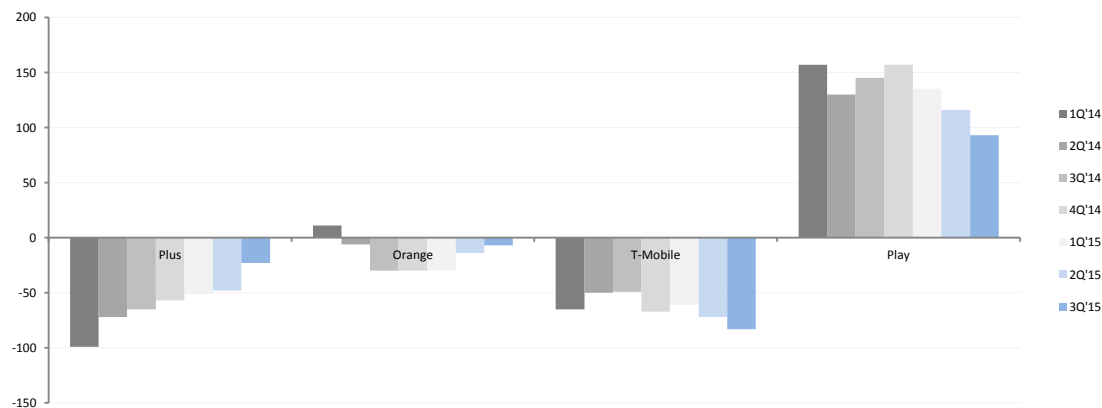
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kwartalne zużycie GB przez klientów Midas



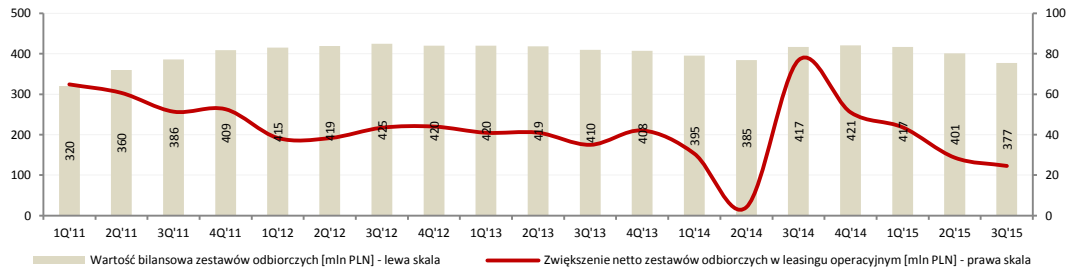
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Midas, spółka

Kwartalne statystyki bilansu netto przenoszonych numerów do sieci krajowych (bilans numerów = pozyskane numery-utracone numery) [tys.]



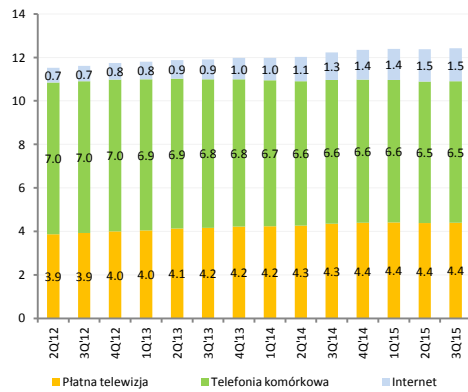
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wartość bilansowa zestawów odbiorczych [mln PLN]

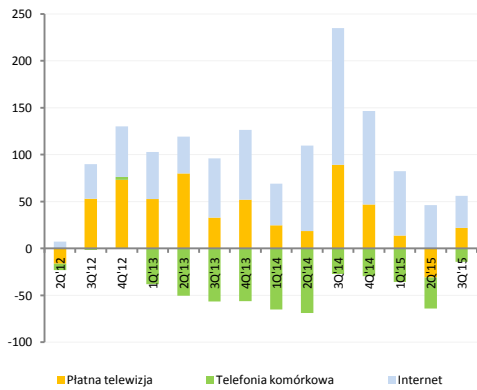


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

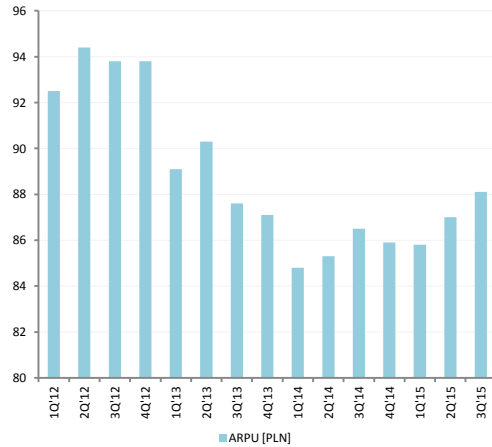
Liczba RGU w usługach kontraktowych – stan eoq [mln]



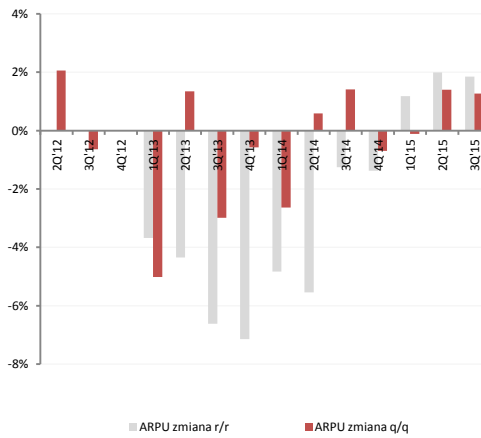
Liczba RGU w usługach kontraktowych – zmiana q/q [tys.]



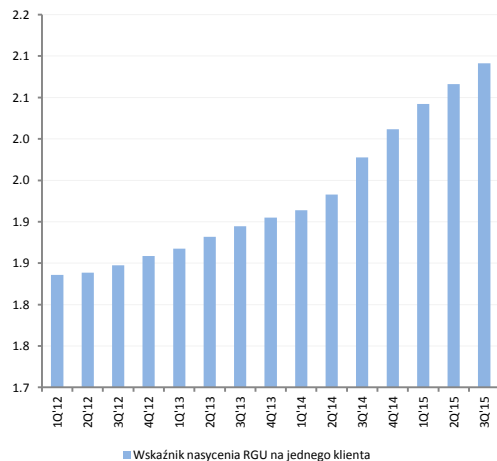
ARPU na klienta usług kontraktowych [PLN]



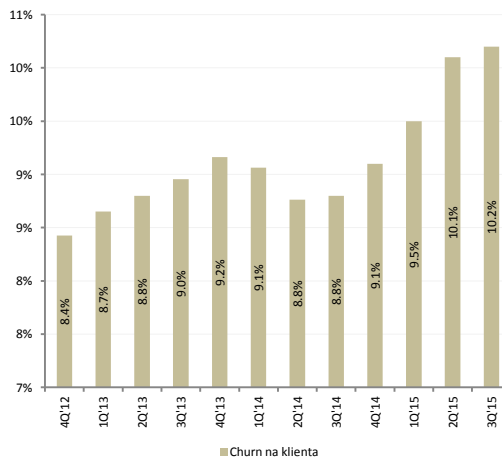
Zmiana ARPU na klienta usług kontraktowych w ujęciu r/r i q/q



RGU/liczba klientów usług kontraktowych



Wskaźnik churn w usługach kontraktowych

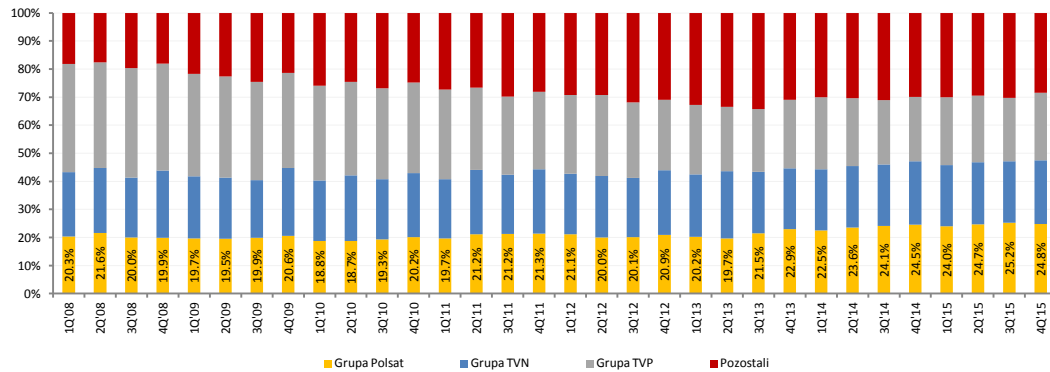


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

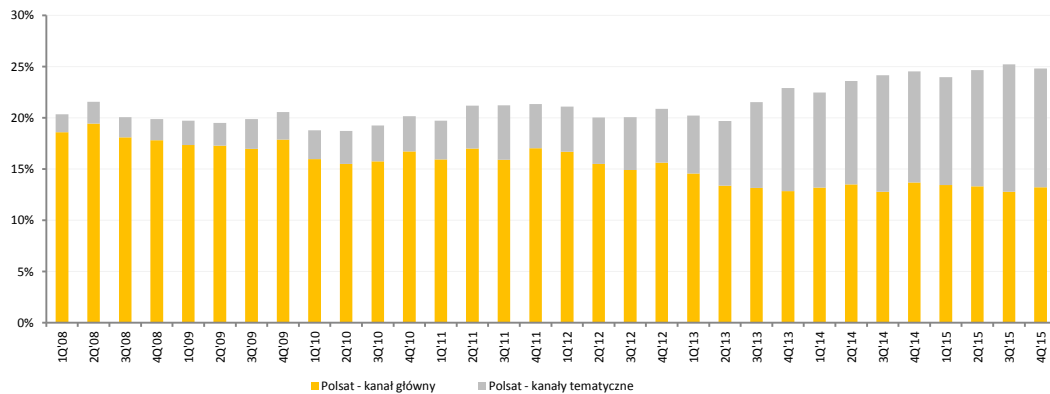
SEGMENT NADAWANIA I PRODUKCJI TELEWIZYJNEJ

Spółka w 3Q'15 w segmencie nadawania osiągnęła przychody w wysokości 248 mln PLN. Rynek reklamy telewizyjnej i sponsoringu w 3Q'15 wzrósł r/r o 6,4%. W tym okresie przychody segmentu nadawania z reklamy i sponsoringu wzrosły o ok. 12% r/r do 222 mln PLN. W 3Q'15 udział spółki w rynku reklamy telewizyjnej wzrósł do 27.6%. Na poziomie EBITDA segment odnotował zysk w wysokości 86 mln PLN (+17% r/r), z kolei wynik EBIT wyniósł 76 mln PLN (+19% r/r).

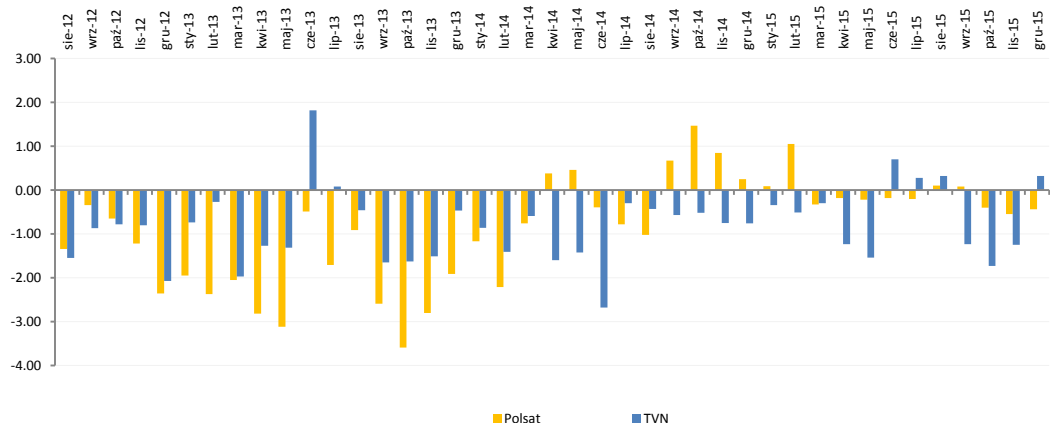
Udział w oglądalności Grupy TV Polsat (wszyscy 16-49 lat, cała doba)



Udział w oglądalności anteny głównej i kanałów tematycznych Polsatu (wszyscy 16-49 lat, cała doba)



Zmiana oglądalności r/r głównej anteny Polsatu i TVN (wszyscy 16-49 lat, cała doba)



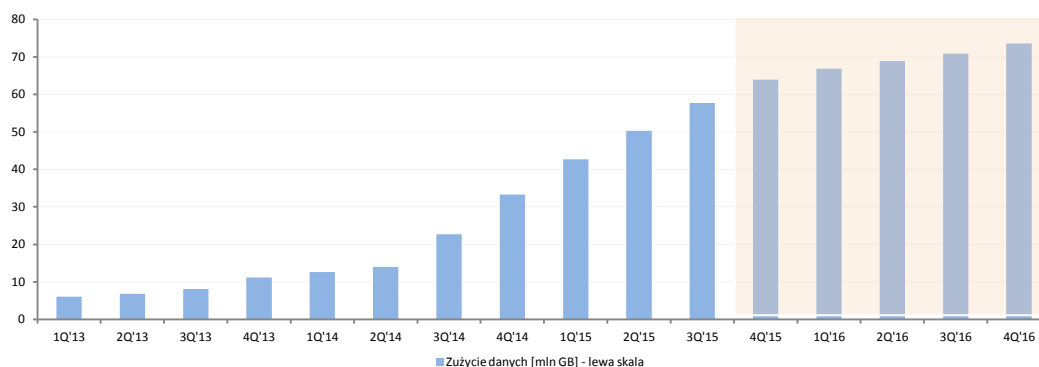
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Nielsen Audience Measurement, spółka

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2016 ORAZ KOLEJNE OKRESY

Tak jak w poprzednim raporcie, podtrzymujemy założenie, że rok 2016 może przynieść spadek EBITDA r/r. W modelu uwzględniamy, że erozja EBITDA wyniesie ok. 109 mln PLN r/r. Jest to mniej niż szacowaliśmy w październiku'15 i mamy nadzieję w przyszłości na możliwość kolejnych korekt w górę na poziomie EBITDA w 2016 roku.

Zakładany spadek EBITDA w 2016 roku będzie efektem m.in. niższych przychodów hurtowych na 2016 rok względem 2015 roku (umowy z innymi operatorami). Na rok 2016 trzeba też uwzględnić transmisję Mistrzostw Europy w piłce nożnej. Tym samym wyniki na przełomie 2/3Q'16 segmentu telewizji będą zapewne obciążone wyższymi kosztami (choć jednocześnie powinien zwiększyć się poziom reklam i innych opłat). Dodatkowo po stronie kosztów operacyjnych staramy się ująć wyższą konsumpcję danych w usłudze internetu. Sądzymy, że dynamika średniego zużycia GB w kolejnych kwartałach będzie już ograniczona (w porównaniu z poprzednimi kwartałami). Niemniej w skali 2016 i 2017 roku koszty zakupu pakietu danych mogą wykazywać wzrost r/r odpowiednio o 31% i 14%).

Kwartalne zużycie GB przez klientów Midas



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Midas, spółka

Na poziomie przychodów wciąż dostrzegamy ograniczone pole do wzrostu cenników. W modelu wzrost ARPU w usługach kontraktowych na lata 2016-2017 przyjmujemy na poziomie ok. 2.2% i 2.3%. Zakładamy, że rynek reklamy telewizyjnej w 2016 roku może wykazywać dynamikę wzrostu niższą niż w 2015 roku. Jednak akcentujemy potencjalne dodatkowe wpływy reklamowe dzięki transmisji Mistrzostw Europy i powinno to wg nas pozwolić na wzrost wpływów reklamowych o ok. 80 mln PLN r/r.

W porównaniu z październikowym raportem nie wprowadziliśmy istotnych zmian. Korekta in plus oczekiwanego poziomu EBITDA na 2016-2017 jest niewielka. Dostrzegamy jednak coraz wyraźniejsze przesłanki do podkreślenia powrotu EBITDA na ścieżkę wzrostu w średnim terminie (po prawdopodobnie słabszym okresie w 2016 roku względem 2015 roku). Inwestorzy powinni mieć też na uwadze prawdopodobny scenariusz konsolidacji Midasa. Tym samym może nastąpić zmiana sposobu księgowania pozycji kosztowych m.in. opłat za transfer danych (jednocześnie CPS będzie wykazywał wyższe kwoty inwestycji w infrastrukturę).

Na poziomie netto w kolejnych latach pozytywny wpływ będzie miało ujęcie efektu refinansowania zadłużenia. Spółka podała w komunikacie, że średni koszt odsetkowy zostanie obniżony o ok. 3 pkt % do ok. 3.6%. Tym samym oszczędności odsetkowe mają wynieść blisko 400 mln PLN rocznie. Zwracamy też uwagę, że obecnie główny dług jest wyłącznie w walucie PLN.

W założeniach nie uwzględniamy zmian w strukturze grupy kapitałowej. Zwracamy uwagę, że po finalnym zakończeniu procesu refinansowania może rozpocząć się proces łączenia z Midasem (czego efektem może być wspomniane już zmiana układu rodzajowego kosztów w RZiS).

Założenia do modelu

RZIS [mln PLN]	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody	2 329.0	2 469.2	2 414.9	2 529.4	2 376.4	2 486.1	2 453.2	2 548.8	7 409.9	9 742.5	9 864.6	10 023.5	10 144.9
Koszty	1 909.0	1 899.5	1 900.1	2 106.2	1 928.8	2 005.9	2 013.0	2 108.6	5 977.1	7 814.8	8 056.3	8 118.9	8 173.8
EBITDA	896.6	977.0	930.4	848.2	862.6	920.3	900.2	860.2	2 738.3	3 652.2	3 543.3	3 595.3	3 567.5
EBIT	428.7	583.5	529.2	423.2	447.6	480.3	440.2	440.2	1 442.4	1 964.6	1 808.3	1 904.6	1 971.1
Saldo finansowe	261.3	222.1	-88.8	275.9	178.8	100.3	96.8	94.7	1 146.0	670.5	470.6	376.6	343.6
Wynik brutto	196.8	350.4	613.3	147.2	268.8	379.9	343.4	345.5	314.2	1 307.7	1 337.7	1 528.0	1 627.5
Wynik netto dla akcjonariuszy	170.8	304.5	502.5	120.6	247.4	307.7	278.2	279.8	292.5	1 098.4	1 113.2	1 260.6	1 334.5
Struktura przychodów i kosztów [mln PLN]	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody	2 329.0	2 469.2	2 414.9	2 529.4	2 376.4	2 486.1	2 453.2	2 548.8	7 409.9	9 742.5	9 864.6	10 023.5	10 144.9
detaliczne (klienci ind + biznesowi)	1 637.2	1 652.0	1 643.3	1 628.0	1 614.4	1 644.8	1 641.9	1 634.4	5 084.7	6 560.5	6 535.5	6 619.6	6 667.4
hurtowe	553.3	688.7	616.9	724.9	621.8	711.4	656.7	737.4	1 954.0	2 583.8	2 727.3	2 795.5	2 865.4
sprzedaż sprzętu	118.4	106.9	131.2	153.0	116.7	106.4	131.1	153.6	327.3	509.5	507.8	514.4	518.1
pozostałe	20.1	21.6	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5	43.9	88.7	94.0	94.0	94.0
Koszty operacyjne	1 909.0	1 899.5	1 900.1	2 106.2	1 928.8	2 005.9	2 013.0	2 108.6	5 977.1	7 814.8	8 056.3	8 118.9	8 173.8
kontent	235.5	274.0	257.3	297.6	240.3	305.9	286.4	299.9	1 029.5	1 064.4	1 132.4	1 100.7	1 114.0
dystrybucja, marketing, obsługa klienta	189.2	193.2	200.1	221.2	178.6	179.9	188.0	206.2	612.7	803.7	752.7	745.7	751.0
amortyzacja i utrata wartości	467.9	393.5	401.2	425.0	415.0	440.0	460.0	420.0	1 295.9	1 687.6	1 735.0	1 690.7	1 596.4
koszty techniczne i rozliczeń międzyop.	482.3	522.4	551.2	566.7	574.7	579.8	585.1	592.1	1 412.4	2 122.6	2 331.7	2 441.1	2 536.3
koszty pracownicze	129.1	140.8	122.3	145.0	134.3	146.4	127.2	150.8	421.7	537.2	558.7	581.0	604.3
koszt własny sprzedanego sprzętu	332.5	291.7	314.9	360.2	319.8	282.2	314.6	361.6	925.2	1 299.3	1 278.2	1 288.1	1 297.4
windykacja, odpisy akt. należności	18.7	27.8	8.5	27.6	19.1	23.0	13.6	27.8	67.6	82.6	83.5	84.6	85.2
inne koszty	53.8	56.1	44.6	62.9	47.2	48.7	38.0	50.2	212.1	217.4	184.1	187.0	189.3
Usługi kontraktowe	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2014	2015	2016	2017	2018
łączna liczba RGU na koniec okresu, w tym:	12.39	12.38	12.42	12.57	12.60	12.64	12.67	12.77	12.35	12.57	12.77	12.91	13.02
płatna tv [mln]	4.41	4.37	4.40	4.46	4.46	4.48	4.48	4.51	4.39	4.46	4.51	4.51	4.51
telefonii komórkowa [mln]	0.87	0.89	0.90	0.91	0.91	0.92	0.92	0.92	0.84	0.91	0.92	0.92	0.92
Internet [mln]	6.55	6.52	6.51	6.50	6.48	6.46	6.44	6.44	6.59	6.50	6.44	6.37	6.31
Liczba klientów [mln]	6.07	5.99	5.94	5.92	5.90	5.88	5.85	5.84	6.14	5.92	5.84	5.75	5.67
RGU / liczba klientów	2.04	2.07	2.09	2.12	2.13	2.15	2.16	2.19	2.01	2.12	2.19	2.24	2.30
ARPU [PLN]	85.8	87.0	88.1	88.0	87.5	89.6	89.9	89.8	85.6	87.2	89.2	91.3	93.3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń w prognozie na lata 2015-2017 (w porównaniu z raportem z 26.10.2015 r.)

	2015 stara	2015 nowa	zmiana	2016 stara	2016 nowa	zmiana	2017 stara	2017 nowa	zmiana
EBITDA	3.63	3.65	0.6%	3.51	3.54	0.9%	3.51	3.60	2.4%
EBIT	1.93	1.96	1.8%	1.78	1.81	1.6%	1.82	1.90	4.6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	2.91	7.41	9.74	9.86	10.02	10.14	10.28	10.37	10.49	10.63	10.77	10.93
<i>detaliczne (klienci ind + biznesowi)</i>		5.08	6.56	6.54	6.62	6.67	6.72	6.74	6.79	6.84	6.90	6.97
<i>hurtowe</i>		1.95	2.58	2.73	2.80	2.87	2.94	3.01	3.09	3.16	3.24	3.32
<i>sprzedaż sprzętu</i>		0.33	0.51	0.51	0.51	0.52	0.52	0.52	0.53	0.53	0.54	0.54
<i>pozostałe</i>		0.04	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
Koszty	2.16	5.98	7.81	8.06	8.12	8.17	8.18	8.21	8.30	8.38	8.48	8.59
<i>kontentu</i>		1.03	1.06	1.13	1.10	1.11	1.13	1.14	1.15	1.17	1.18	1.20
<i>dystribucji, marketingu, obsługa</i>		0.61	0.80	0.75	0.75	0.75	0.76	0.76	0.77	0.77	0.78	0.79
<i>amortyzacja i utrata wartości</i>		1.30	1.69	1.74	1.69	1.60	1.45	1.37	1.36	1.33	1.32	1.32
<i>koszty techniczne i rozliczeń międz.</i>		1.41	2.12	2.33	2.44	2.54	2.62	2.70	2.76	2.82	2.87	2.92
<i>koszty pracownicze</i>		0.42	0.54	0.56	0.58	0.60	0.63	0.64	0.66	0.68	0.69	0.71
<i>koszt własny sprzedanego sprzętu</i>		0.93	1.30	1.28	1.29	1.30	1.31	1.31	1.32	1.33	1.34	1.36
<i>windykacja, odpisy należności</i>		0.07	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
<i>inne koszty</i>		0.21	0.22	0.18	0.19	0.19	0.19	0.19	0.20	0.20	0.20	0.20
EBITDA	1.05	2.74	3.65	3.54	3.60	3.57	3.55	3.54	3.55	3.58	3.62	3.66
EBIT	0.79	1.44	1.96	1.81	1.90	1.97	2.10	2.16	2.19	2.24	2.29	2.34
Koszty finansowe	0.22	1.15	0.67	0.47	0.38	0.34	0.31	0.27	0.22	0.18	0.17	0.16
Wynik brutto	0.59	0.31	1.31	1.34	1.53	1.63	1.79	1.90	1.97	2.07	2.12	2.17
Podatek	0.07	0.02	0.21	0.22	0.27	0.29	0.34	0.36	0.38	0.39	0.40	0.41
Wynik netto dla akcjonariuszy	0.53	0.29	1.10	1.11	1.26	1.33	1.45	1.54	1.60	1.68	1.72	1.76
Bilans	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe razem	4.46	23.40	22.37	21.75	21.25	20.87	20.66	20.56	20.49	20.46	20.46	20.48
Zestawy odbiorcze	0.41	0.42	0.39	0.39	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.39
RZAT+WNiP	3.88	22.32	21.44	20.83	20.34	19.96	19.75	19.65	19.58	19.55	19.54	19.56
Inne aktywa dł term	0.17	0.65	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
Aktywa obrotowe razem	1.22	3.98	4.13	4.91	5.16	5.11	4.80	4.02	3.47	3.92	4.33	4.45
Zapasy	0.15	0.30	0.32	0.36	0.39	0.39	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.43
Należności handlowe	0.37	1.45	1.79	1.81	1.84	1.86	1.88	1.90	1.92	1.95	1.98	2.00
Pozostałe aktywa obrotowe	0.36	0.49	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72
Środki pieniężne	0.34	1.74	1.30	2.02	2.20	2.13	1.79	0.99	0.41	0.83	1.21	1.30
Aktywa razem	5.68	27.38	26.50	26.66	26.41	25.98	25.46	24.58	23.96	24.38	24.79	24.93
Kapitał własny razem	3.00	9.14	10.18	11.02	11.72	12.36	13.02	13.61	14.21	14.84	15.47	16.08
Zobowiązania razem	2.68	18.24	16.32	15.64	14.68	13.61	12.45	10.97	9.75	9.53	9.32	8.86
Zobowiązania dł term	1.70	14.07	8.10	12.00	11.00	9.90	8.70	7.20	5.95	5.70	5.45	4.95
Zobowiązania %	1.58	12.25	6.54	10.44	9.44	8.34	7.14	5.64	4.39	4.14	3.89	3.39
Inne dł term zobow i rezerwy	0.12	1.83	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55
Zobowiązania kr term	0.97	4.17	8.22	3.65	3.69	3.72	3.75	3.77	3.80	3.84	3.87	3.91
Zobowiązania %	0.34	1.79	5.58	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97
Zobowiązania handlowe	0.41	1.52	1.62	1.64	1.67	1.69	1.71	1.73	1.75	1.77	1.80	1.82
Inne kr term zobow i rezerwy	0.22	0.85	1.02	1.03	1.05	1.06	1.07	1.08	1.09	1.10	1.11	1.12
Pasywa razem	5.68	27.38	26.50	26.66	26.41	25.98	25.46	24.58	23.96	24.38	24.79	24.93
CF	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF operacyjny	0.80	1.97	3.01	3.26	3.12	3.09	3.03	2.99	2.99	3.00	3.02	3.06
CF inwestycyjny	-0.13	0.97	-0.91	-0.94	-1.00	-1.03	-1.06	-1.08	-1.10	-1.12	-1.13	-1.15
CF finansowy	-0.60	-1.54	-2.54	-1.60	-1.93	-2.14	-2.31	-2.71	-2.47	-1.47	-1.51	-1.82
Środki pieniężne sop	0.27	0.34	1.75	1.31	2.03	2.22	2.14	1.80	1.00	0.42	0.84	1.23
Środki pieniężne eop	0.34	1.75	1.31	2.03	2.22	2.14	1.80	1.00	0.42	0.84	1.23	1.31

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena [PLN]	21.60	21.60	21.60	21.60	21.60	21.60	21.60	21.60	21.60	21.60	21.60
Liczba akcji eop [mln szt.]	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5
Mkt Cap [mld PLN]	13.81	13.81	13.81	13.81	13.81	13.81	13.81	13.81	13.81	13.81	13.81
EV [mld PLN]	26.11	24.62	23.19	22.01	20.98	20.12	19.43	18.75	18.08	17.45	16.86
Dług netto [mld PLN]	12.29	10.81	9.38	8.20	7.17	6.31	5.61	4.94	4.27	3.64	3.05
Dług netto / EBITDA	4.49x	2.96x	2.65x	2.28x	2.01x	1.78x	1.59x	1.39x	1.19x	1.01x	0.83x
Dług % [mld PLN]	14.04	12.12	11.41	10.41	9.31	8.11	6.61	5.36	5.11	4.86	4.36
Gotówka [mld PLN]	1.75	1.31	2.03	2.22	2.14	1.80	1.00	0.42	0.84	1.23	1.31
EPS [PLN]	0.46	1.72	1.74	1.97	2.09	2.27	2.40	2.50	2.62	2.69	2.75
BVPS [PLN]	14.29	15.92	17.23	18.33	19.33	20.35	21.28	22.22	23.21	24.20	25.14
P/E	47.2x	12.6x	12.4x	11.0x	10.4x	9.5x	9.0x	8.6x	8.2x	8.0x	7.8x
EV/EBITDA	9.5x	6.7x	6.5x	6.1x	5.9x	5.7x	5.5x	5.3x	5.1x	4.8x	4.6x
EV/EBIT	18.1x	12.5x	12.8x	11.6x	10.6x	9.6x	9.0x	8.6x	8.1x	7.6x	7.2x
P/BV	1.5x	1.4x	1.3x	1.2x	1.1x	1.1x	1.0x	1.0x	0.9x	0.9x	0.9x
P/CE	8.7x	5.0x	4.9x	4.7x	4.7x	4.8x	4.7x	4.7x	4.6x	4.5x	4.5x
EV/S	3.5x	2.5x	2.4x	2.2x	2.1x	2.0x	1.9x	1.8x	1.7x	1.6x	1.5x
Dywidenda [mln PLN]	102.90	0.00	274.61	556.60	693.34	800.73	943.87	998.31	1039.19	1088.77	1160.40
DPS [PLN]	0.16	0.00	0.43	0.87	1.08	1.25	1.48	1.56	1.62	1.70	1.81
Payout ratio (1-t)	20%	0%	25%	50%	55%	60%	65%	65%	65%	65%	68%
DYield	0.7%	0.0%	2.0%	4.0%	5.0%	5.8%	6.8%	7.2%	7.5%	7.9%	8.4%
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
RGU eop, w tym:	12.35	12.57	12.77	12.91	13.02	13.10	13.14	13.17	13.19	13.22	13.24
<i>Platna tv</i>	4.39	4.46	4.51	4.51	4.51	4.50	4.49	4.48	4.47	4.46	4.45
<i>Telefonia komórkowa</i>	6.59	6.50	6.44	6.37	6.31	6.25	6.20	6.15	6.11	6.07	6.03
<i>Internet</i>	1.37	1.61	1.82	2.02	2.19	2.34	2.44	2.53	2.61	2.69	2.75
Liczba klientów eop	6.14	5.92	5.84	5.75	5.67	5.58	5.53	5.49	5.45	5.42	5.40
RGU / liczba klientów	2.01	2.12	2.19	2.24	2.30	2.35	2.37	2.40	2.42	2.44	2.45
ARPU [PLN]	85.6	87.2	89.2	91.3	93.3	95.5	96.9	98.4	99.9	101.4	102.9

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdom.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stala

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdom.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdom.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdom.pl
deweloperzy

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdom.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdom.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdom.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdom.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdom.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
akumuluj	24.65	trzymaj	24.21	11.02.2016	21.6	43 687
trzymaj	24.21	redukuj	20.11	26.10.2015	24.81	51 157
redukuj	20.11	akumuluj	18.7	19.01.2015	22.13	50 230
akumuluj	18.7	trzymaj	15.15	30.01.2013	16.93	47032
trzymaj	15.15	akumuluj	13.44	25.09.2012	14.6	43 700
akumuluj	13.44	redukuj	13.45	09.01.2012	12.60	37 420
redukuj	13.45	redukuj	12.60	28.07.2010	14.79	42 770
redukuj	12.60	redukuj	14.70	24.11.2009	14.00	39 950
redukuj	14.70	akumuluj	14.50	07.07.2009	16.30	29 950
akumuluj	14.50	-	-	27.03.2009	13.25	24 300

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'16:

Kupuj	1	25%
Akumuluj	2	50%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	25%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 11.02.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów do dnia 17.02.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 11.02.2016 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.