Dom Maklerski BDM S.A.

CYFROWY POLSAT

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

WYCENA 26,36 PLN

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

15 WRZESIEŃ 2016, 09:08 CEST

Podtrzymujemy nasze poprzednie zalecenie Akumuluj i jednocześnie podnosimy cenę docelową z 24,65 PLN do 26,36 PLN/akcję. Do utrzymania pozytywnej oceny skłania nas perspektywa powrotu EBITDA segmentu klientów indywidualnych i biznesowych na ścieżkę wzrostu już w 2017 roku, gdyż spodziewamy się, że coraz lepsza monetyzacja klienta powinna być jeszcze bardziej widoczna jako czynnik determinujący. Dobrze oceniamy odczyty z bieżącego roku wskazujące na przyrost RGU we wszystkich głównych usługach kontraktowych. W dalszym horyzoncie kluczowe znaczenie dla spółki w obszarze klientów indywidualnych i biznesowych może mieć stopniowa odbudowa wartości rynku telekomunikacyjnego (zwracamy uwagę, że nowy prezes UKE zapowiedział, że regulator będzie chciał doprowadzić do zatrzymania erozji wartości rynku trwającej od kilku lat). Drugim impulsem dla nas jest coraz bliższa perspektywa powrotu Cyfrowego Polsatu do grona spółek dywidendowych. Zgodnie z naszymi prognozami CPS jest obecnie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 wynoszącym odpowiednio 6,8x i 6,3x.

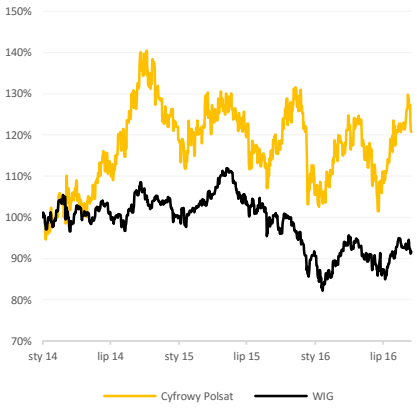
W segmencie usług dla klientów indywidualnych i biznesowych spółka w 2Q'16 wykazała przychody na poziomie 2,1 mld PLN. Wynik EBITDA segmentu był na pułapie 754,3 mln PLN, a wynik EBIT 236,9 mln PLN. Liczba RGU w usługach kontraktowych na koniec 2Q'15 wyniosła 12,88 mln jednostek, czyli wzrosła o 504 tys. r/r (czyli +4% r/r). Spółka z sukcesem prowadzi sprzedaż oferty smartDOM. Na koniec czerwca'16 z oferty multiplay korzystało ok 1,16 mln klientów. Z kolei w obszarze nadawania spółka w 2Q'16 osiągnęła przychody w wysokości 451 mln PLN. Rynek reklamy telewizyjnej i sponsoringu w 2Q'16 wzrósł r/r o ok 0,5%. W tym okresie przychody segmentu nadawania z reklamy i sponsoringu wzrosły o prawie 9% r/r do 306 mln PLN. Zatem w 2Q'16 udział spółki w rynku reklamy telewizyjnej wzrósł o ponad 2 pkt %. Wysoka na tle rynku dynamika przychodów jest m.in. wynikiem sukcesu oglądalności Euro2016 oraz dobrej ramówki. Na poziomie EBITDA segment zaraportował 180,7 mln PLN (+35% r/r), z kolei wynik EBIT wyniósł 170,6 mln PLN (zwracamy uwagę, że w 2Q'16 wzrosły przychody pomiędzy segmentami, co wiążemy z prawami do transmisji mistrzostw Euro 2016).

Tak jak poprzednio podtrzymujemy założenie, że rok 2016 przyniesie spadek EBITDA r/r. Jednak akcentujemy, że już w 2017 roku spółka powinna powrócić na ścieżkę wzrostu EBITDA. W przyszłym roku założyliśmy konserwatywnie spadek wyników w segmencie nadawanie (z uwagi na wysoką bazę w 2016 roku) oraz odbudowę rezultatów w segmencie klientów indywidualnych i biznesowych. Jak już wskazywaliśmy, dobrze oceniamy odczyty wskazujące przyrost RGU we wszystkich głównych usługach kontraktowych. Zatem spodziewamy się, że coraz lepsza monetyzacja klienta powinna być jeszcze bardziej widoczna jako czynnik determinujący powrót do wzrostów EBITDA w obszarze klientów indywidualnych.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mld PLN]	7,41	9,82	9,66	9,67	9,90	10,04
EBITDA [mld PLN]	2,74	3,69	3,54	3,64	3,71	3,77
EBIT [mld PLN]	1,44	1,99	1,63	1,75	1,88	1,99
Zysk netto [mld PLN]	0,29	1,16	0,94	1,12	1,26	1,35
P/BV	3,1x	2,4x	2,0x	1,8x	1,6x	2,6x
P/E	52,3x	13,1x	16,3x	13,6x	12,1x	11,3x
EV/EBITDA	10,1x	7,1x	7,5x	6,8x	6,3x	5,9x
EV/EBIT	19,1x	13,2x	16,2x	14,3x	12,5x	11,1x

Wycena końcowa [PLN]	**26,36**
Wycena DCF	27,2
Wycena porównawcza [PLN]	24,3
Potencjał do wzrostu / spadku	**+10,3%**
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	23,90
Kapitalizacja [mld PLN]	15,3
Ilość akcji [mln. szt.]	639.55
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	25,95
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	19,60
Stopa zwrotu za 3 mc	11%
Stopa zwrotu za 6 mc	2%
Stopa zwrotu za 9 mc	8%
Akcjonariat:	
Reddev Investments	24,11%
Embud	9,08%
Karswell Limited	24,70%
Sensor Overseas Limited	8,59%
Pozostali	33,52%

Maciej Bobrowski
bobrowski@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-12
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 2
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA 3
WYCENA DCF 3
WYCENA PORÓWNAWCZA 6
WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'16 8
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2016 ORAZ KOLEJNE OKRESY 13
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podtrzymujemy nasze poprzednie zalecenie Akumuluj i jednocześnie podnosimy cenę docelową z 24,65 PLN do 26,36 PLN/akcję. Do utrzymania pozytywnej oceny skłania nas perspektywa powrotu EBITDA segmentu klientów indywidualnych i biznesowych na ścieżkę wzrostu już w 2017 roku, gdyż spodziewamy się, że coraz lepsza monetyzacja klienta powinna być jeszcze bardziej widoczna jako czynnik determinujący. Dobrze oceniamy odczyty z bieżącego roku wskazujące na przyrost RGU we wszystkich głównych usługach kontraktowych. W dalszym horyzoncie kluczowe znaczenie dla spółki w obszarze klientów indywidualnych może mieć stopniowa odbudowa wartości rynku telekomunikacyjnego (zwracamy uwagę, że nowy prezes UKE zapowiedział, że regulator będzie chciał doprowadzić do zatrzymania erozji wartości rynku widocznej od kilku lat). **Drugim impulsem dla nas jest coraz bliższa perspektywa powrotu Cyfrowego Polsatu do grona spółek dywidendowych.** Zgodnie z naszymi prognozami CPS jest obecnie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 wynoszącym odpowiednio 6,8x i 6,3x.

Pozostawiamy założenie, że rok 2016 przyniesie spadek EBITDA r/r i w modelu ostrożnie uwzględniamy, że wyniesie 3,54 mld PLN. W 1H'16 erozja tego odczytu to minus 92 mln PLN r/r. W 2H'16 spodziewamy się mniejszego spadku, niemniej zarówno 3Q'16 jak i 4Q'16 mogą być słabsze r/r. Zakładany spadek EBITDA w 2016 roku będzie efektem głównie segmentu klientów indywidualnych i biznesowych (co już było odczuwalne od kilku kwartałów). Z kolei w obszarze nadawanie liczymy na wzrost EBITDA do niemal 490 mln PLN. Jak już wspominaliśmy, liczymy że w 2017 roku spółka powróci na ścieżkę wzrostu EBITDA. Założyliśmy konserwatywnie spadek wyników w segmencie nadawanie (z uwagi na wysoką bazę w 2016 roku) oraz odbudowę rezultatów w segmencie klientów indywidualnych. Dobrze oceniamy odczyty wskazujące przyrost RGU we wszystkich głównych usługach kontraktowych. Doceniamy w szczególności działania spółki w kierunku utrzymywania wzrostu ARPU. Zatem spodziewamy się, że coraz lepsza monetyzacja klienta powinna być jeszcze bardziej widoczna jako czynnik determinujący powrót do wzrostów EBITDA w obszarze klientów indywidualnych.

Podsumowanie wyceny

A	Wycena DCF [PLN]	27,2
B	Wycena porównawcza [PLN]	24,3
C = (A*70%+B*30%)	**Wycena końcowa [mln PLN]**	**26,36**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

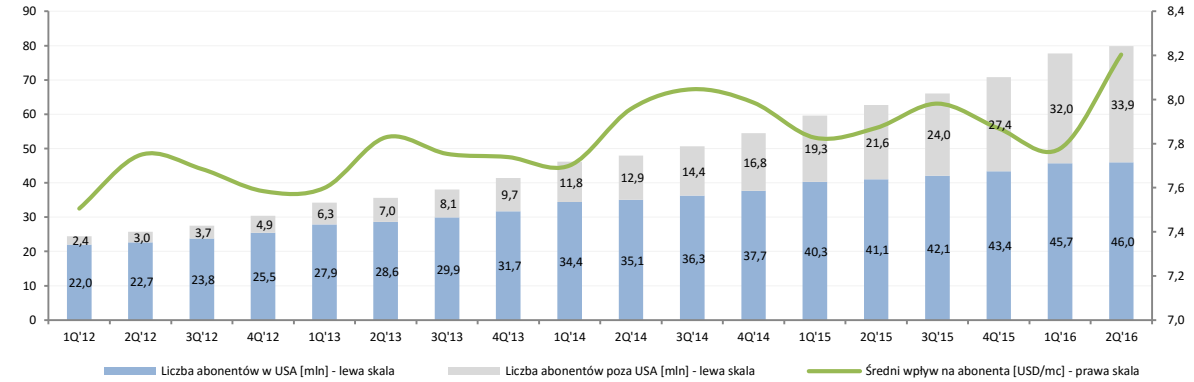
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Inwestorzy powinni mieć na uwadze szereg czynników ryzyka związanych z działalnością spółki. Cyfrowy Polsat po przejęciu 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. Dodatkowo spółka konsoliduje już Midasa, co zmienia model przyszłego finansowania niezbędnych inwestycji w infrastrukturę.

Przychody spółki są osiągane w PLN, jednak pewien poziom kosztów jest zależny od poziomów kursu EUR i USD. Zatem ewentualne osłabienie PLN będzie miało negatywny wpływ na rentowność operacyjną (koszty kontentu dla płatnej tv oraz segmentu nadawania). Zwracamy uwagę, że po zrefinansowaniu zadłużenia, na poziomie salda finansowego nie ma już „dużych" obligacji nominowanych w walutach obcych.

Zakładamy, że rynek płatnej tv jest już bliski nasycenia. Dotychczas wejście na polski rynek usługi Netflix nie spowodowało istotnych zaburzeń w obrazie krajowego rynku. Z naszego punktu widzenia, docelowo 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 w Polsce. Poniżej prezentujemy dynamikę wzrostu liczby klientów Netflix (w ostatnich kwartałach podmiot ten duży nacisk położył 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. Zwracamy uwagę na przedłużające się prace nad ostatecznym kształtem nowego modelu finansowania oraz wzmożone zapotrzebowanie na nową płynność ze strony TVP.

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):

- Podtrzymujemy założenie, że rok 2016 przyniesie jednak spadek EBITDA r/r. W modelu ostrożnie uwzględniamy, że EBITDA wyniesie 3,54 mld PLN. W 1H'16 erozja tego odczytu to minus 92 mln PLN r/r. W 2H'16 spodziewamy się mniejszego spadku, niemniej zarówno 3Q'16 jak i 4Q'16 mogą być słabsze r/r. Zakładany spadek EBITDA w 2016 roku będzie efektem głownie segmentu klientów indywidualnych. W obszarze nadawanie liczymy bowiem na wzrost EBITDA do niemal 490 mln PLN.
- Liczymy, że w 2017 roku spółka powróci na ścieżkę wzrostu EBITDA. Założyliśmy spadek wyników w segmencie nadawanie (z uwagi na wysoką bazę w 2016 roku) oraz odbudowę rezultatów w segmencie klientów indywidualnych. Dobrze oceniamy odczyty wskazujące przyrost RGU we wszystkich głównych usługach kontraktowych. Doceniamy w szczególności działania spółki w kierunku utrzymywania wzrostu ARPU. Zatem spodziewamy się, że coraz lepsza monetyzacja klienta powinna być jeszcze bardziej widoczna jako czynnik determinujący powrót do wzrostów EBITDA w obszarze klientów indywidualnych.
- W modelu nie uwzględniamy kolejnych akwizycji.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.01.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na 17,45 mld PLN, czyli 27,24 PLN/akcję.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	+2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	9 673	9 895	10 040	10 165	10 293	10 419	10 549	10 678	10 808	10 938	10 938
EBIT [mln PLN]	1 747	1 878	1 992	2 121	2 225	2 428	2 483	2 571	2 649	2 709	2 709
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	332	357	378	403	423	461	472	488	503	515	515
NOPLAT [mln PLN]	1 415	1 521	1 613	1 718	1 802	1 967	2 011	2 082	2 145	2 195	2 195
Amortyzacja [mln PLN]	1 893	1 829	1 776	1 706	1 662	1 514	1 515	1 481	1 456	1 449	1 449
CAPEX [mln PLN]	-967	-1 004	-1 034	-1 062	-1 184	-1 407	-1 319	-1 308	-1 324	-1 340	-1 449
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-100	-119	-107	-108	-110	-111	-112	-114	-115	-116	-116
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF [mln PLN]	2 241	2 227	2 248	2 253	2 170	1 963	2 095	2 141	2 163	2 187	2 078
DFCF [mln PLN]	2 092	1 937	1 820	1 695	1 513	1 268	1 253	1 185	1 107	1 034	982
Suma DFCF [mln PLN]	14 904										
Wartość rezydualna [mln PLN]	28 886		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+1.0%*				
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	13 650										
Wartość firmy EV [mln PLN]	28 553										
Dług netto [mln PLN]	11 134										
Wartość kapitału[mln PLN]	**17 419**										
Ilość akcji [mln szt.]	639.5										
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**27,24**										

Przychody zmiana r/r	-1,5%	2,3%	1,5%	1,2%	1,2%	1,2%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%
ARPU – usługi kontraktowe [PLN]	90,1	91,9	93,7	95,6	97,3	99,1	100,7	102,2	103,8	105,3
Marża EBITDA	37,6%	37,5%	37,5%	37,6%	37,8%	37,8%	37,9%	37,9%	38,0%	38,0%
Marża EBIT	18,1%	19,0%	19,8%	20,9%	21,6%	23,3%	23,5%	24,1%	24,5%	24,8%
CAPEX / Przychody ogółem	10,0%	10,2%	10,3%	10,5%	11,5%	13,5%	12,5%	12,3%	12,3%	12,3%
CAPEX / Przychody bez segmentu nadawania	11,4%	11,6%	11,8%	12,0%	13,2%	15,5%	14,4%	14,1%	14,1%	14,1%
CAPEX / Amortyzacja	51%	55%	58%	62%	71%	93%	87%	88%	91%	92%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-67%	54%	74%	86%	86%	88%	86%	88%	88%	90%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	59%	62%	66%	71%	75%	76%	78%	80%	82%	84%
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	41%	38%	34%	29%	25%	24%	22%	20%	18%	16%
WACC	7,1%	7,3%	7,5%	7,7%	7,9%	7,9%	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								
		-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
beta	0.7	23,5	25,5	28,0	31,3	35,6	38,4	41,7	45,7	50,7
	0.8	21,9	23,7	25,9	28,8	32,5	34,8	37,5	40,8	44,9
	0.9	20,5	22,1	24,0	26,5	29,7	31,7	34,0	36,7	40,0
	1.0	19,1	20,6	22,3	24,5	**27,2**	28,9	30,9	33,2	35,9
	1.1	17,9	19,2	20,7	22,6	25,0	26,5	28,2	30,1	32,4
	1.2	16,7	17,9	19,3	21,0	23,1	24,3	25,8	27,5	29,4
	1.3	15,6	16,7	17,9	19,4	21,3	22,4	23,7	25,1	26,8
	1.4	14,6	15,5	16,7	18,0	19,7	20,7	21,8	23,0	24,4
	1.5	13,6	14,5	15,5	16,7	18,2	19,1	20,0	21,1	22,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
beta	0.7	43,9	40,8	38,1	36,8	35,6	34,5	33,4	31,3	29,4
	0.8	40,8	37,7	34,9	33,7	32,5	31,3	30,2	28,2	26,3
	0.9	38,1	34,9	32,2	30,9	29,7	28,5	27,5	25,5	23,6
	1.0	35,6	32,5	29,7	28,4	**27,2**	26,1	25,0	23,1	21,3
	1.1	33,4	30,2	27,5	26,2	25,0	23,9	22,9	21,0	19,2
	1.2	31,3	28,2	25,5	24,2	23,1	22,0	21,0	19,1	17,4
	1.3	29,4	26,3	23,6	22,4	21,3	20,2	19,2	17,4	15,7
	1.4	27,7	24,6	22,0	20,8	19,7	18,6	17,7	15,9	14,2
	1.5	26,1	23,1	20,5	19,3	18,2	17,2	16,2	14,5	12,9

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								
		-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
premia za ryzyko	3.0%	25,2	27,5	30,4	34,1	39,2	42,5	46,5	51,5	57,9
	3.5%	23,5	25,5	28,0	31,3	35,6	38,4	41,7	45,7	50,7
	4.0%	21,9	23,7	25,9	28,8	32,5	34,8	37,5	40,8	44,9
	4.5%	20,5	22,1	24,0	26,5	29,7	31,7	34,0	36,7	40,0
	5.0%	19,1	20,6	22,3	24,5	**27,2**	28,9	30,9	33,2	35,9
	5.5%	17,9	19,2	20,7	22,6	25,0	26,5	28,2	30,1	32,4
	6.0%	16,7	17,9	19,3	21,0	23,1	24,3	25,8	27,5	29,4
	6.5%	15,6	16,7	17,9	19,4	21,3	22,4	23,7	25,1	26,8
	7.0%	14,6	15,5	16,7	18,0	19,7	20,7	21,8	23,0	24,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

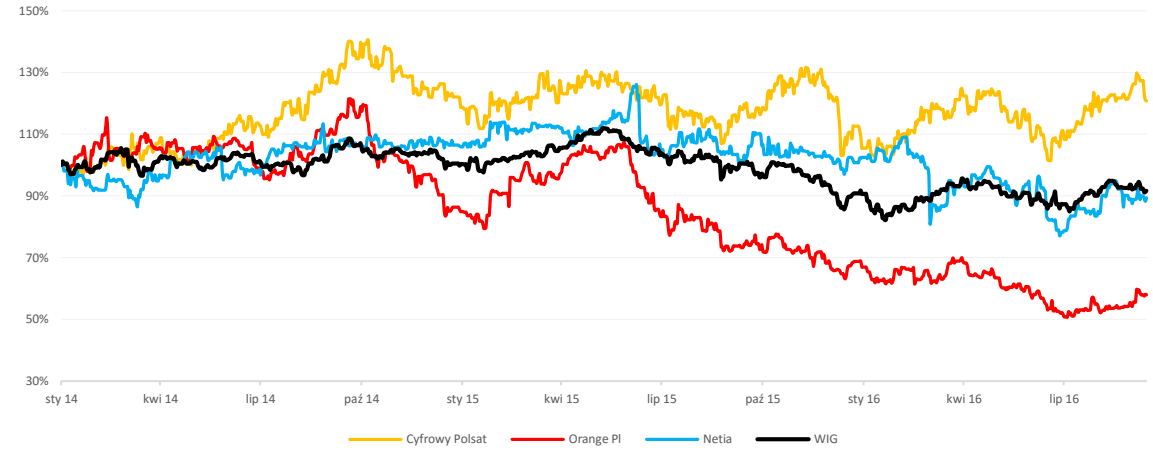
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o prognozy na lata 2017-2018 do wybranej grupy podmiotów z obszaru media/rozrywka oraz z ekspozycją na obszar telco. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Końcowa wycena metodą porównawczą wynosi 24,31 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

			P/E			EV/EBITDA	
Ekspozycja na telco	**Cena**	**2016P**	**2017P**	**2018P**	**2016P**	**2017P**	**2018P**
ORANGE POLSKA	5,68 PLN	---	---	---	4,4	4,5	4,4
ORANGE	13,13 EUR	12,8	12,3	11,6	4,7	4,5	4,4
BT GROUP	376,05 GBP	12,9	11,8	11,0	5,9	5,7	5,4
DEUTSCHE TELEKOM	14,38 EUR	15,9	14,6	12,9	5,6	5,3	4,9
VODAFONE	220,25 GBP	30,4	24,9	20,6	6,3	6,0	5,7
TELENOR	139,1 NOK	14,3	12,6	11,6	5,9	5,7	5,6
VERIZON	51,5 SEK	13,2	12,7	12,5	6,9	6,5	6,3
AT&T INC	39,97 USD	14,1	13,4	12,8	6,8	6,4	6,1
TELEFONICA	9,2 USD	14,5	12,2	10,5	5,9	5,6	4,9
A. Mediana (ekspozycja na telco)		**14,2**	**12,6**	**12,0**	**5,9**	**5,7**	**5,4**
Ekspozycja na media	**Cena**	**2016P**	**2017P**	**2018P**	**2016P**	**2017P**	**2018P**
VIVENDI	17,21 EUR	32,8	27,7	23,3	15,4	14,4	12,8
SKY	826 GBP	14,5	12,6	10,6	9,5	8,6	8,1
LIBERTY GLOBAL	32,66 USD	87,9	68,4	35,2	8,9	9,1	8,5
CENTRAL EUROPEAN MEDIA	2,235 USD	---	---	11,8	9,0	7,5	7,0
ITV	197,1 GBP	11,7	11,7	11,3	9,3	9,1	8,6
PROSIEBEN SAT.1	38,87 EUR	16,3	15,7	14,3	10,4	9,7	9,0
RTL GROUP	74,2 EUR	15,5	14,8	13,8	8,7	8,3	7,8
MEDIASET ESPANA	10,64 EUR	18,9	16,4	15,3	13,2	11,8	10,6
MEDIASET	2,764 EUR	34,0	18,2	14,1	3,0	2,9	2,5
TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)	8,679 EUR	27,0	15,7	17,5	7,5	5,5	5,9
MODERN TIMES GROUP	220,6 SEK	16,3	14,8	13,0	10,6	9,1	8,7
SCRIPPS NETWORK	62,06 USD	12,0	11,8	11,3	8,0	7,4	7,3
B. Mediana (ekspozycja na media)		**16,3**	**15,7**	**13,9**	**9,1**	**8,8**	**8,3**
Mediana do wyceny (65%*A + 35%*B)		**14,9**	**13,7**	**12,7**	**7,0**	**6,8**	**6,4**
Cyfrowy Polsat		16,3	13,6	12,1	7,5	6,8	6,3
Premia / dyskonto		9%	-1%	-4%	6%	1%	-2%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]		21,9	24,1	25,0	21,5	23,6	24,6
Waga roku		0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]			**24,53**			**24,10**	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		**24.31**					
Wycena końcowa spółki [mld PLN]		**15,55**					

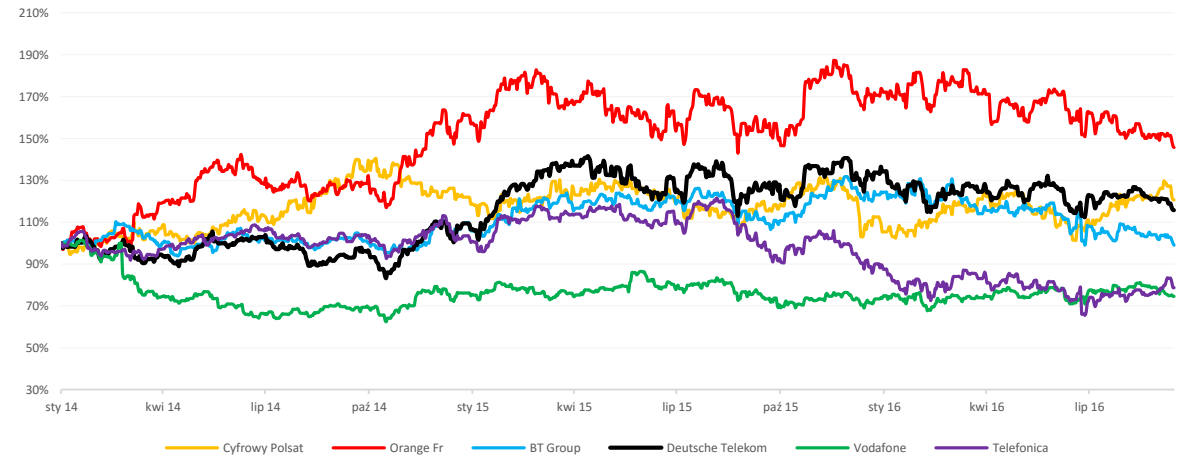
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu CPS na tle wybranych podmiotów handlowanych na GPW



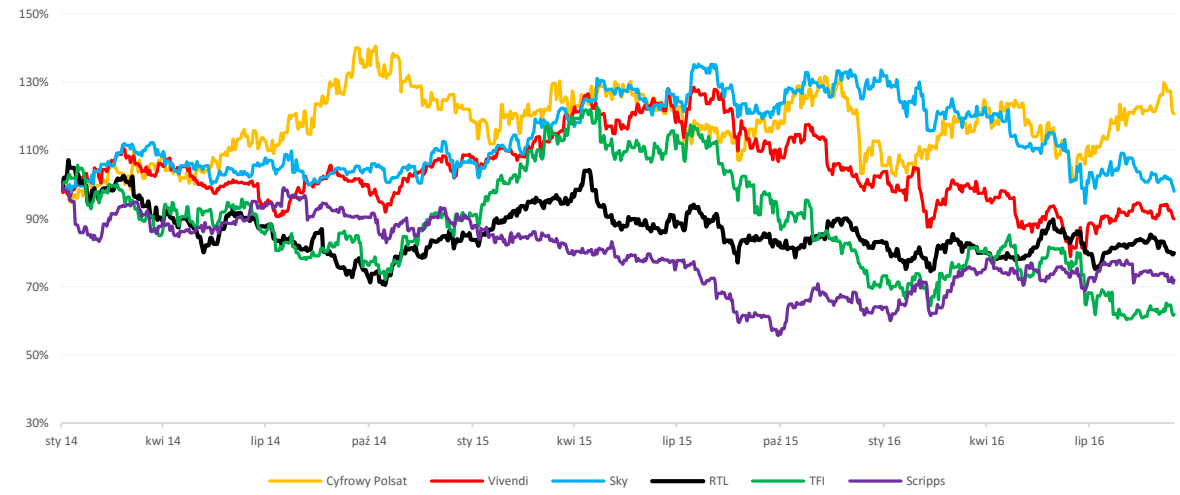
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu CPS na tle wybranych podmiotów zagranicznych z ekspozycją telco (waluta lokalna)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu CPS na tle wybranych podmiotów zagranicznych z ekspozycją media/płatna tv (waluta lokalna)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'16

Ogółem przychody spółki w 2Q'16 wyniosły 2,44 mld PLN. Przychody detaliczne wyniosły ok. 1,59 mld PLN, z kolei przychody hurtowe ok. 0.645 mld PLN. Sprzedaż sprzętu w omawianym okresie wyniosła 191 mln PLN. Na poziomie EBITDA spółka zaraportowała 935 mln PLN. Wynik EBIT spółki wyniósł 407,5 mln PLN. Saldo finansowe netto w 2Q'16 to koszt 133,2 mln PLN. Ostatecznie zysk netto w 2Q'16 był na poziomie prawie 238 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane spółki za 2Q'16 [mln PLN]

RZiS	**2Q'15**	**2Q'16**	**zmiana r/r**	**1H'15**	**1H'16**	**zmiana r/r**
Przychody	2 469,2	2 442,9	-1,1%	4 798,2	4 806,9	0,2%
Koszty	1 899,5	2 042,0	7,5%	3 808,5	3 990,0	4,8%
EBITDA	**977,0**	**935,0**	**-4,3%**	**1 873,6**	**1 781,5**	**-4,9%**
EBITDA segm. klientów indywid.	**843,4**	**754,3**	**-10,6%**	**1 639,7**	**1 499,7**	**-8,5%**
EBITDA segm. nadawania	**133,6**	**180,7**	**35,3%**	**233,9**	**281,8**	**20,5%**
EBIT	583,5	407,5	-30,2%	1 012,2	830,3	-18,0%
Saldo finansowe	222,1	133,2	-40,0%	483,4	315,9	-34,7%
Wynik brutto	350,4	252,1	-28,1%	547,2	457,8	-16,3%
Wynik netto dla akcjonariuszy	304,5	237,7	-21,9%	475,3	413,2	-13,1%
Struktura przychodów i kosztów [mln PLN]	**2Q'15**	**2Q'16**	**zmiana r/r**	**1H'15**	**1H'16**	**zmiana r/r**
Przychody	**2 469,2**	**2 442,9**	**-1,1%**	**4 798,2**	**4 806,9**	**0,2%**
detaliczne (klienci ind + biznesowi)	1 652,0	1 586,9	-3,9%	3 289,2	3 152,6	-4,2%
hurtowe	688,7	645,0	-6,3%	1 242,0	1 244,8	0,2%
sprzedaż sprzętu	106,9	191,1	78,8%	225,3	363,9	61,5%
pozostałe	21,6	19,9	-7,9%	41,7	45,6	9,4%
Koszty operacyjne	**1 899,5**	**2 042,0**	**7,5%**	**3 808,5**	**3 990,0**	**4,8%**
kontent	274,0	316,3	15,4%	509,5	564,8	10,9%
dystrybucja, marketing, obsługa klienta	193,2	202,2	4,7%	382,4	402,7	5,3%
amortyzacja i utrata wartości	393,5	527,5	34,1%	861,4	951,2	10,4%
koszty techniczne i rozliczeń międzyop.	522,4	456,6	-12,6%	1 004,7	1 006,9	0,2%
koszty pracownicze	140,8	138,2	-1,8%	269,9	276,1	2,3%
koszt własny sprzedanego sprzętu	291,7	317,3	8,8%	624,2	644,1	3,2%
windykacja, odpisy aktualizujące należności	27,8	16,3	-41,4%	46,5	25,9	-44,3%
inne koszty	56,1	67,6	20,5%	109,9	118,3	7,6%

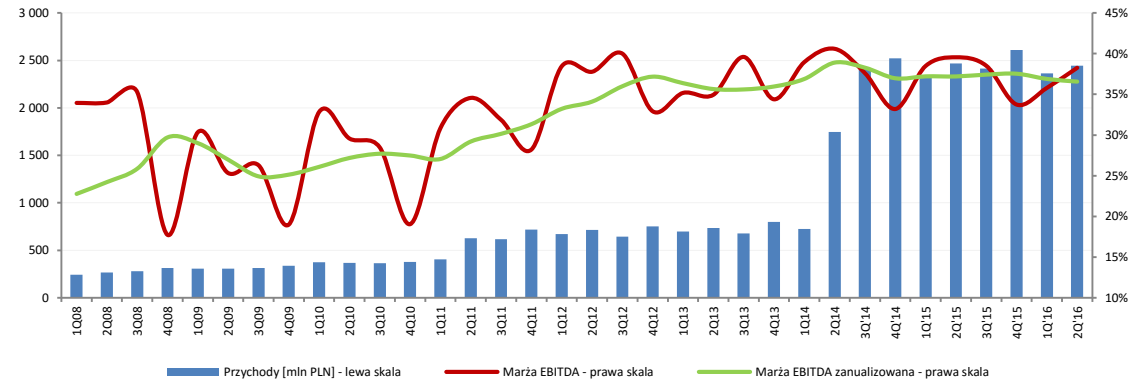
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane charakterystyczne dla usług kontraktowych

Usługi kontraktowe	**1Q'15**	**2Q'15**	**3Q'15**	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**zmiana r/r**
Łączna liczba RGU na koniec okresu, w tym:	12,4	12,4	12,4	12,6	12,7	12,9	4,1%
płatna tv [mln]	4,4	4,4	4,4	4,5	4,6	4,6	5,9%
telefonia komórkowa [mln]	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,6	0,6%
Internet [mln]	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	13,9%
Liczba klientów [mln]	6,1	6,0	5,9	5,9	5,9	5,9	-2,1%
RGU / liczba klientów	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	6,3%
ARPU [PLN]	**85,8**	**87,0**	**88,1**	**88,3**	**87,0**	**88,4**	**1,6%**

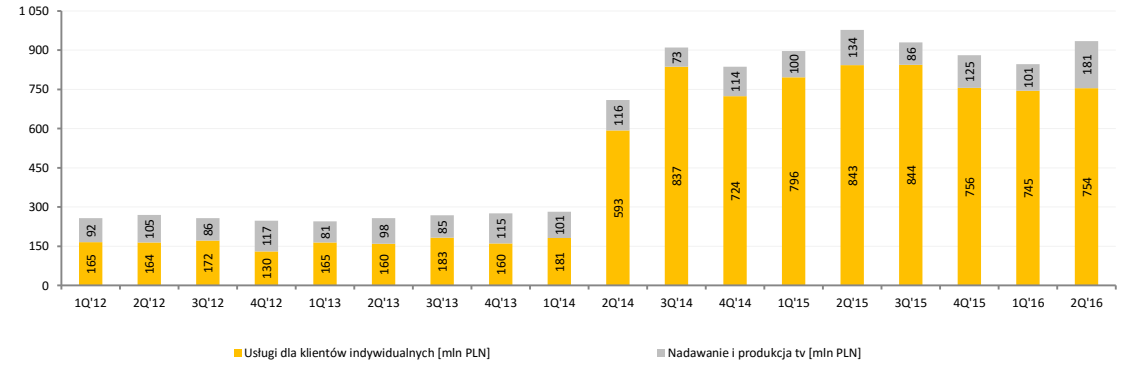
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym



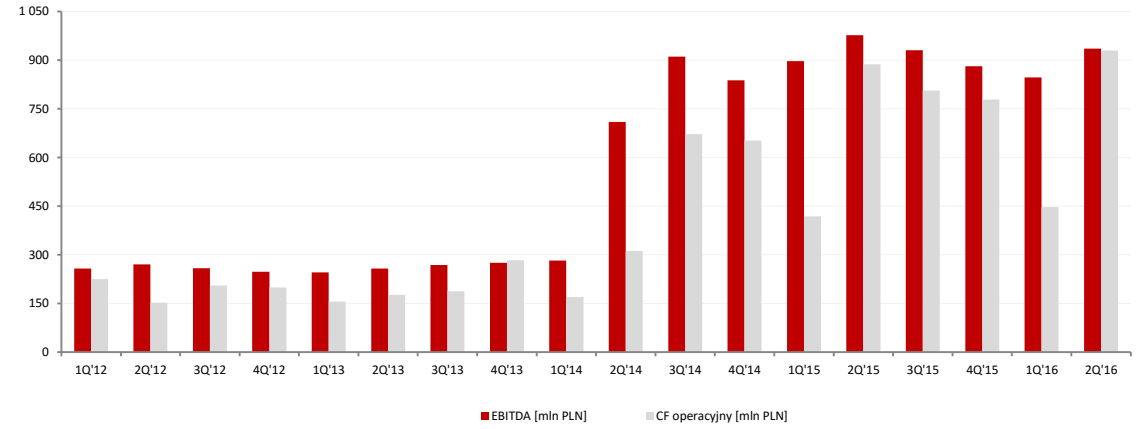
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik EBITDA segmentu klientów indywidualnych oraz segmentu nadawanie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik EBITDA oraz CF operacyjny w ujęciu kwartalnym



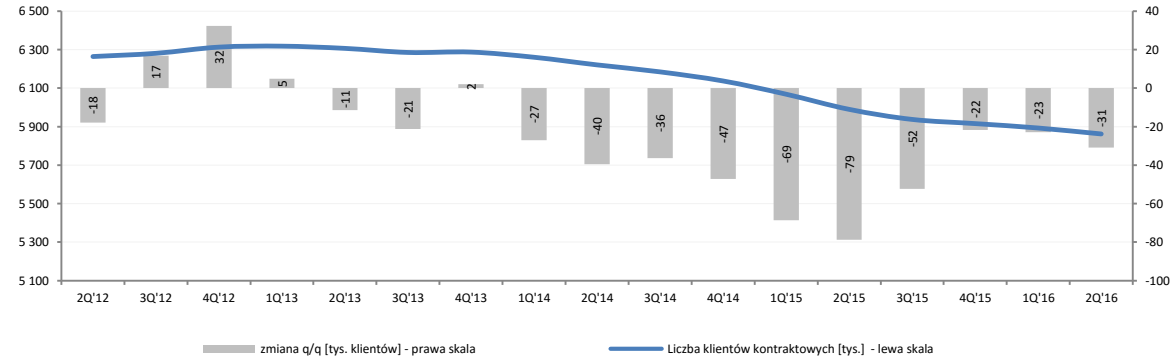
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SEGMENT USŁUG ŚWIADCZONYCH DLA KLIENTÓW INDYWIDUALNYCH I BIZNESOWYCH

W segmencie usług dla klientów indywidualnych spółka wykazała przychody na poziomie 2,1 mld PLN. Wynik EBITDA segmentu był na pułapie 754,3 mln PLN, a wynik EBIT 236,9 mln PLN. Liczba klientów w usługach kontraktowych na koniec 2Q'16 wynosiła 5,86 mln, co oznacza spadek o 128 tys. klientów r/r i erozję o 31 tys. klientów w ujęciu q/q. Liczba RGU w usługach kontraktowych na koniec 2Q'15 wyniosła 12,88 mln jednostek, czyli wzrosła o 504 tys. jednostek r/r (czyli +4% r/r).

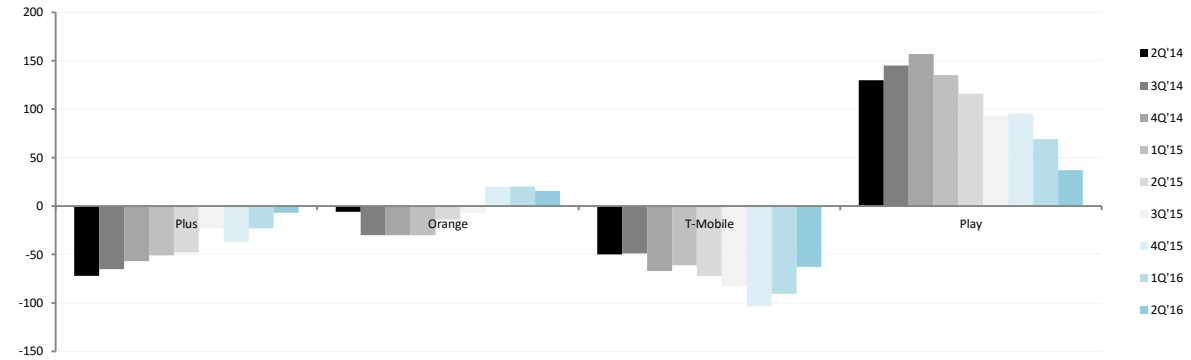
Spółka z sukcesem prowadzi sprzedaż oferty smartDOM. Na koniec czerwca'16 z oferty multiplay korzystało ok 1,16 mln klientów. Grupa ta generuje 3,44 mln jednostek RGU. Tym samym już 20% klientów kontraktowych korzysta z oferty zintegrowanej spółki.

Liczba klientów usług kontraktowych [mln]



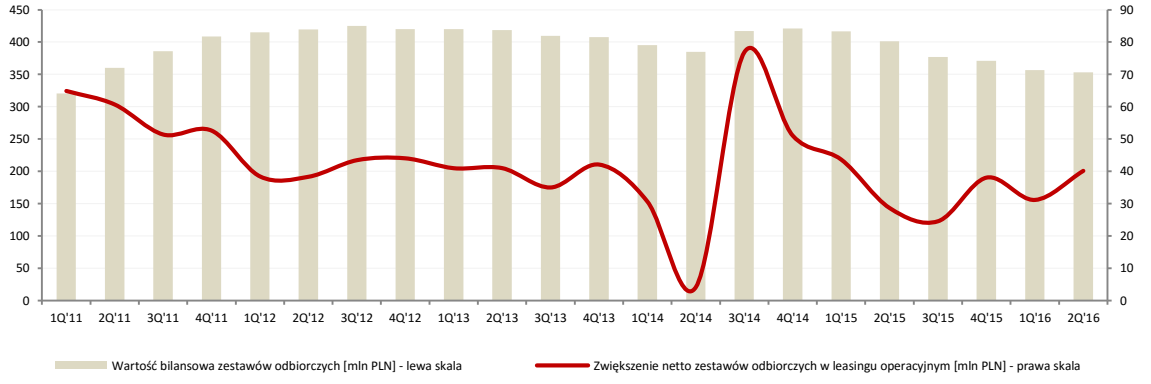
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



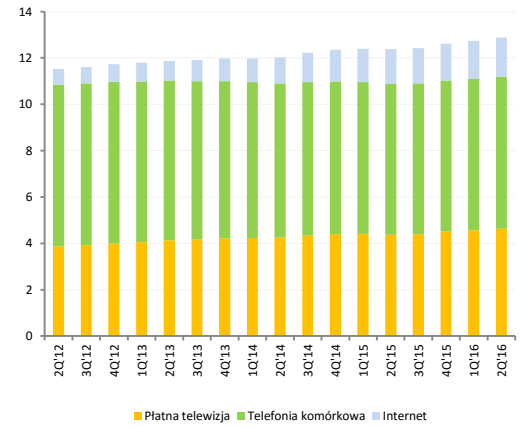
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wartość bilansowa zestawów odbiorczych [mln PLN]

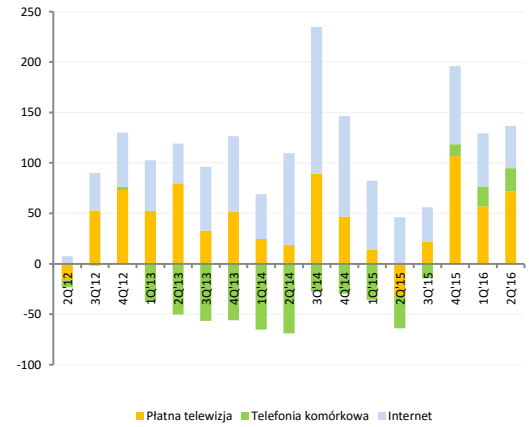


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

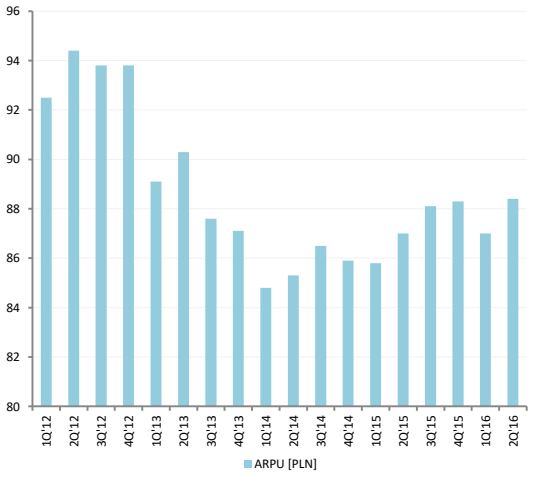
Liczba RGU w usługach kontraktowych – stan eop [mln]



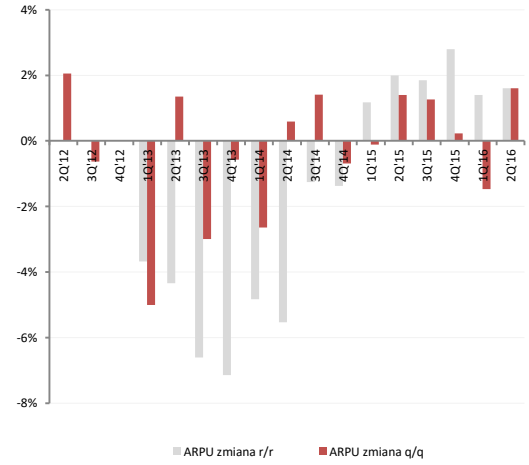
Liczba RGU w usługach kontraktowych – zmiana q/q [tys.]



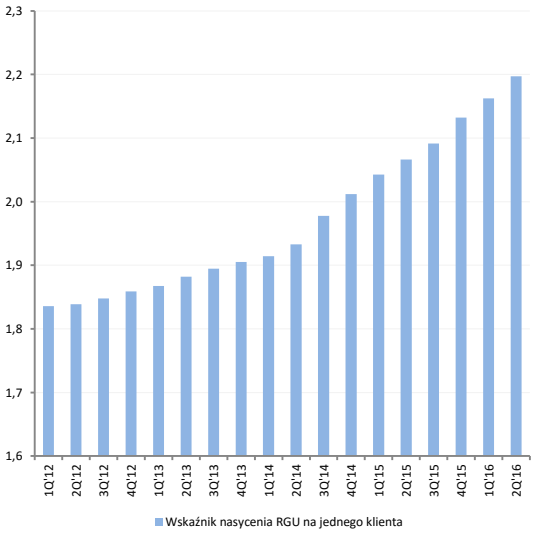
ARPU na klienta usług kontraktowych [PLN]



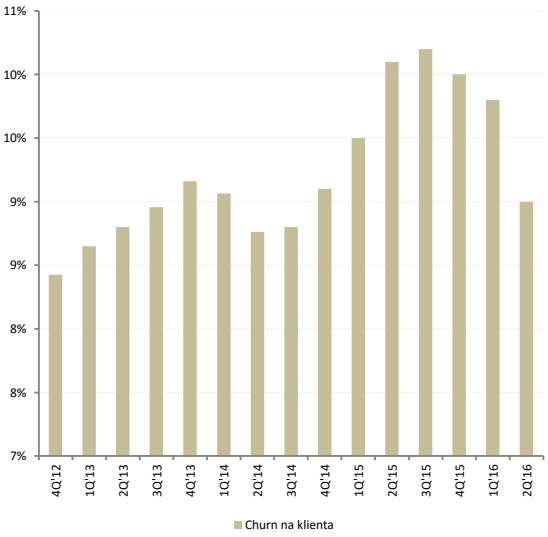
Zmiana ARPU na klienta usług kontraktowych w ujęciu r/r i q/q



RGU/liczba klientów usługach kontraktowych



Wskaźnik churn w usługach kontraktowych

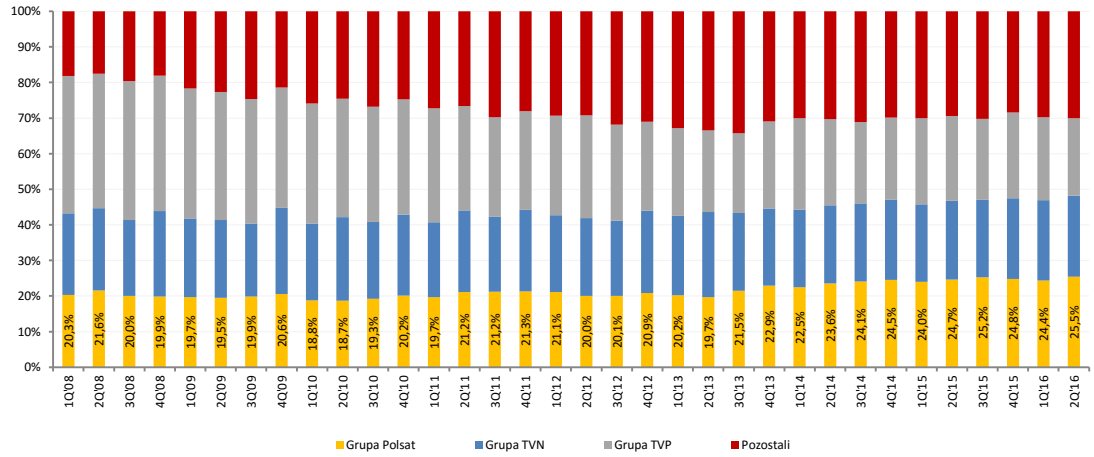


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

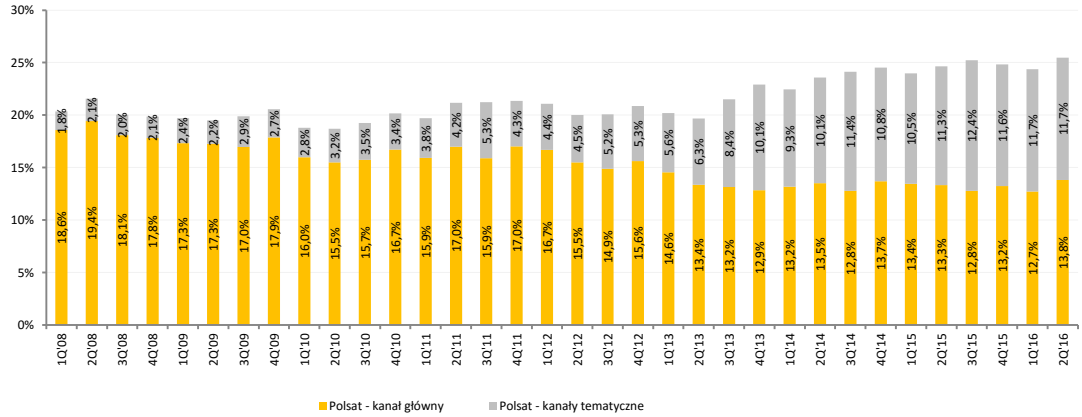
SEGMENT NADAWANIA I PRODUKCJI TELEWIZYJNEJ

Spółka w 2Q'16 w segmencie nadawania osiągnęła przychody w wysokości 451 mln PLN. Rynek reklamy telewizyjnej i sponsoringu w 2Q'16 wzrósł r/r o ok 0,5%. W tym okresie przychody segmentu nadawania z reklamy i sponsoringu wzrosły o prawie 9% r/r do 306 mln PLN. W 2Q'16 udział spółki w rynku reklamy telewizyjnej wzrósł o ponad 2 pkt %. Wysoka na tle rynku dynamika przychodów jest m.in. wynikiem sukcesu oglądalności UEFA Euro 201 oraz dobrej ramówki. Na poziomie EBITDA segment odnotował zysk w wysokości 180,7 mln PLN (+35% r/r), z kolei wynik EBIT wyniósł 170,6 mln PLN (zwracamy uwagę, że .w 2Q'16 wzrosły przychody pomiędzy segmentami co wiążemy z prawami do transmisji mistrzostw Euro 2016).

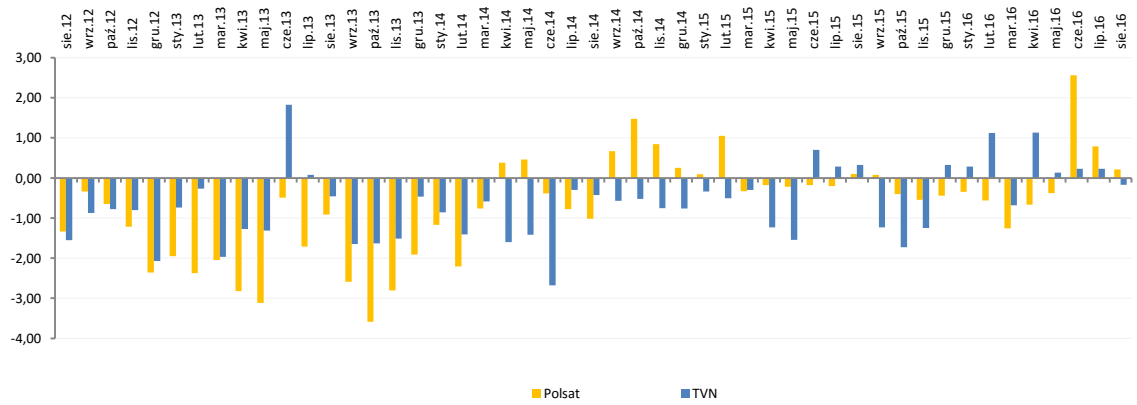
Udział w oglądalności Grupy TV Polsat (wszyscy 16-49 lat, cała doba)



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 poprzednich raportach, podtrzymujemy założenie, że rok 2016 przyniesie jednak spadek EBITDA r/r. W modelu ostrożnie uwzględniamy, że EBITDA wyniesie 3,54 mld PLN. W 1H'16 erozja tego odczytu to minus 92 mln PLN r/r. W 2H'16 spodziewamy się mniejszego spadku, niemniej zarówno 3Q'16 jak i 4Q'16 mogą być słabsze r/r. Zakładany spadek EBITDA w 2016 roku będzie efektem głownie segmentu klientów indywidualnych. W obszarze nadawanie liczymy bowiem na wzrost EBITDA do niemal 490 mln PLN.

Liczymy, że w 2017 roku spółka powróci na ścieżkę wzrostu EBITDA. Założyliśmy konserwatywnie spadek wyników w segmencie nadawanie (z uwagi na wysoką bazę w 2016 roku) oraz odbudowę rezultatów w segmencie klientów indywidualnych. Dobrze oceniamy odczyty wskazujące przyrost RGU we wszystkich głównych usługach kontraktowych. Doceniamy w szczególności działania spółki w kierunku utrzymywania wzrostu ARPU. Zatem spodziewamy się, że coraz lepsza monetyzacja klienta powinna być jeszcze bardziej widoczna jako czynnik determinujący powrót do wzrostów EBITDA w obszarze klientów indywidualnych.

Zwracamy też uwagę, że na przełomie 2016/2017 roku należy liczyć się z zaburzeniami odczytów dotyczących liczby RGU w usługach przedpłaconych. Na koniec czerwca'16 spółka wykazywała 3,74 mln RGU w telefonii. W związku z obowiązkiem rejestracji kart, spodziewamy się silnej erozji RGU w 4Q'16 i 1Q'17. Ten proces może jednocześnie wpłynąć na migrację części klientów do usług kontraktowych. Tym samym prawdopodobne są okresowe większe odchylenia w statystyce liczby klientów oraz ARPU (jeśli taki scenariusz będzie miał miejsce).

Jak już wspominaliśmy, spółka pokazała bardzo dobre wyniki w segmencie nadawanie. W 1H'16 EBITDA wyniosła 281,8 mln PLN i było to o 48 mln PLN więcej niż w 1H'15. W modelu przyjmujemy, że dynamika rynku reklamy tv będzie w okolicy 1,3% w całym 2H'16. Tym samym odczyty będą porównywalne jak w 1H'16 (w całym 2016 roku spodziewamy się wzrostu rynku reklamy tv o niespełna 1,5%). Spodziewamy się, że również 3Q'16 będzie uwzględniał częściowo efekty transmisji Euro2016. Liczymy też na dobre odczyty oglądalności nowej ramówki Polsatu. Dlatego założyliśmy, że w całym 2016 roku przychody z reklamy i sponsoringu wyniosą 1,095 mld PLN, czyli wzrosną o 5,5% r/r. Ogółem przychody segmentu nadawanie prognozujemy na 1,47 mld PLN. Tym samym zakładamy, że w 2016 roku EBITDA tej dywizji biznesowej może wynieść prawie 490 mln PLN. Będzie to wysoki odczyt stanowiący wysoką bazę na 2017 rok. Zwracamy uwagę, że kolejnym roku nie będzie efektu Euro2016. Z drugiej strony liczymy jednak na wyższą dynamikę wzrostu rynku reklamy tv (w 2017 roku przyjmujemy wzrost rzędu 2,75% r/r). Dlatego uwzględniamy w 2017 roku erozję EBITDA segmentu do 467 mln PLN i powrót na stabilną ścieżkę wzrostu od 2018 roku (wtedy EBITDA w naszym modelu wynosi 478 mln PLN).

Nasz zaktualizowany model sugeruje podobne odczyty dla EBITDA na lata 2016-2017. Na poziomie EBIT większe odchylenie wynika z uwzględnienia wyższej amortyzacji (m.in. efekt konsolidacji Midasa).

Zmiana założeń w prognozie na lata 2016-2018 (w porównaniu z raportem z 11.02.2016 r.)

	2016 stara	2016 nowa	zmiana	2017 stara	2017 nowa	zmiana	2018 stara	2018 nowa	zmiana
EBITDA	3,54	3,54	-0,2%	3,60	3,64	1,2%	3,57	3,71	3,9%
EBIT	1,81	1,63	-10,1%	1,90	1,75	-8,3%	1,97	1,88	-4,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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	2019
Przychody	2 329,0	2 469,2	2 414,9	2 609,9	2 364,0	2 442,9	2 331,0	2 522,2	7 409,9	9 823,0	9 660,1	9 673,1	9 895,4	10 040,3
Koszty	1 909,0	1 899,5	1 900,1	2 159,3	1 948,0	2 042,0	1 934,0	2 123,5	5 977,1	7 867,9	8 047,5	7 926,5	8 017,1	8 048,7
EBITDA	**896,6**	**977,0**	**930,4**	**881,1**	**846,5**	**935,0**	**877,0**	**878,7**	**2 738,3**	**3 685,1**	**3 537,3**	**3 639,9**	**3 707,2**	**3 767,4**
EBIT	428,7	583,5	529,2	444,4	422,8	407,5	397,0	398,7	1 442,4	1 985,8	1 626,1	1 746,6	1 878,3	1 991,6
Saldo finansowe	261,3	222,1	-88,8	270,0	182,7	133,2	106,2	104,1	1 146,0	664,6	526,2	432,9	397,9	359,4
Wynik brutto	196,8	350,4	613,3	171,9	205,7	252,1	290,9	294,6	314,2	1 332,4	1 043,3	1 313,7	1 480,4	1 632,1
Wynik netto dla akcjonariuszy	170,8	304,5	502,5	185,6	175,5	237,7	266,2	257,8	292,5	1 163,4	937,1	1 123,2	1 258,3	1 354,7

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	2019
Przychody	**2 329,0**	**2 469,2**	**2 414,9**	**2 609,9**	**2 364,0**	**2 442,9**	**2 331,0**	**2 522,2**	**7 409,9**	**9 823,0**	**9 660,1**	**9 673,1**	**9 895,4**	**10 040,3**
detaliczne (klienci ind + biznesowi)	1 637,2	1 652,0	1 643,3	1 620,6	1 565,7	1 586,9	1 612,3	1 628,0	5 084,7	6 553,1	6 392,8	6 460,7	6 618,0	6 707,6
hurtowe	553,3	688,7	616,9	738,0	599,8	645,0	497,4	605,7	1 954,0	2 596,9	2 347,9	2 230,1	2 255,1	2 295,9
sprzedaż sprzętu	118,4	106,9	131,2	226,9	172,8	191,1	201,5	268,6	327,3	583,4	834,0	888,3	926,5	939,1
pozostałe	20,1	21,6	23,5	24,4	25,7	19,9	19,9	19,9	43,9	89,6	85,4	93,9	95,8	97,7
Koszty operacyjne	**1 909,0**	**1 899,5**	**1 900,1**	**2 159,3**	**1 948,0**	**2 042,0**	**1 934,0**	**2 123,5**	**5 977,1**	**7 867,9**	**8 047,5**	**7 926,5**	**8 017,1**	**8 048,7**
kontent	235,5	274,0	257,3	299,1	248,5	316,3	273,4	289,0	1 029,5	1 065,9	1 127,2	1 078,7	1 103,5	1 119,7
dystrybucja, marketing, obsługa klienta	189,2	193,2	200,1	220,1	200,5	202,2	188,7	211,7	612,7	802,6	803,1	784,1	798,1	788,7
amortyzacja i utrata wartości	467,9	393,5	401,2	436,7	423,7	527,5	480,0	480,0	1 295,9	1 699,3	1 911,2	1 893,3	1 828,9	1 775,9
koszty techniczne i rozliczeń międzyop.	482,3	522,4	551,2	585,1	550,3	456,6	445,2	445,2	1 412,4	2 141,0	1 897,3	1 787,1	1 805,0	1 823,0
koszty pracownicze	129,1	140,8	122,3	158,0	137,9	138,2	135,0	165,9	421,7	550,2	577,0	603,0	627,1	652,2
koszt własny sprzedanego sprzętu	332,5	291,7	314,9	393,7	326,8	317,3	352,7	470,1	925,2	1 332,8	1 466,9	1 532,4	1 602,9	1 634,0
windykacja, odpisy akt. należności	18,7	27,8	8,5	7,6	9,6	16,3	13,2	7,3	67,6	62,6	46,4	49,3	50,5	51,2
inne koszty	53,8	56,1	44,6	59,0	50,7	67,6	45,9	54,2	212,1	213,5	218,4	198,7	201,2	204,1

Usługi kontraktowe	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Łączna liczba RGU na koniec okresu, w tym:	12,39	12,38	12,42	12,61	12,74	12,88	12,95	13,09	12,35	12,61	13,09	13,46	13,65	13,73
płatna tv [mln]	4,41	4,37	4,40	4,50	4,56	4,63	4,67	4,74	4,39	4,50	4,74	4,79	4,79	4,78
telefonia komórkowa [mln]	6,55	6,52	6,51	6,52	6,54	6,56	6,56	6,57	6,59	6,52	6,57	6,72	6,77	6,74
Internet [mln]	1,44	1,48	1,52	1,59	1,65	1,69	1,72	1,79	1,37	1,59	1,79	1,96	2,09	2,22
Liczba klientów [mln]	6,07	5,99	5,94	5,92	5,89	5,86	5,84	5,84	6,14	5,92	5,84	5,88	5,89	5,84
RGU / liczba klientów	2,04	2,07	2,09	2,13	2,16	2,20	2,22	2,24	2,01	2,13	2,24	2,29	2,32	2,35
ARPU [PLN]	85,8	87,0	88,1	88,3	87,0	88,4	89,0	89,6	85,6	87,3	88,5	90,1	91,9	93,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Przychody	7,41	9,82	9,66	9,67	9,90	10,04	10,17	10,29	10,42	10,55	10,68	10,81
detaliczne (klienci ind + biznesowi)	*5,08*	*6,55*	*6,39*	*6,46*	*6,62*	*6,71*	*6,78*	*6,86*	*6,94*	*7,02*	*7,10*	*7,19*
hurtowe	*1,95*	*2,60*	*2,35*	*2,23*	*2,26*	*2,30*	*2,34*	*2,37*	*2,41*	*2,44*	*2,47*	*2,50*
sprzedaż sprzętu	*0,33*	*0,58*	*0,83*	*0,89*	*0,93*	*0,94*	*0,95*	*0,96*	*0,97*	*0,98*	*0,99*	*1,01*
pozostałe	*0,04*	*0,09*	*0,09*	*0,09*	*0,10*	*0,10*	*0,10*	*0,10*	*0,10*	*0,11*	*0,11*	*0,11*
Koszty	5,98	7,87	8,05	7,93	8,02	8,05	8,04	8,07	7,99	8,07	8,11	8,16
kontentu	*1,03*	*1,07*	*1,13*	*1,08*	*1,10*	*1,12*	*1,13*	*1,15*	*1,16*	*1,18*	*1,19*	*1,21*
dystrybucji, marketingu, obłsuga	*0,61*	*0,80*	*0,80*	*0,78*	*0,80*	*0,79*	*0,78*	*0,79*	*0,80*	*0,81*	*0,82*	*0,83*
amortyzacja i utrata wartości	*1,30*	*1,70*	*1,91*	*1,89*	*1,83*	*1,78*	*1,71*	*1,66*	*1,51*	*1,51*	*1,48*	*1,46*
koszty techniczne i rozliczeń międz.	*1,41*	*2,14*	*1,90*	*1,79*	*1,80*	*1,82*	*1,83*	*1,84*	*1,85*	*1,86*	*1,87*	*1,88*
koszty pracownicze	*0,42*	*0,55*	*0,58*	*0,60*	*0,63*	*0,65*	*0,67*	*0,69*	*0,70*	*0,72*	*0,74*	*0,76*
koszt własny sprzedanego sprzętu	*0,93*	*1,33*	*1,47*	*1,53*	*1,60*	*1,63*	*1,66*	*1,68*	*1,70*	*1,72*	*1,74*	*1,76*
windykacja, odpisy należności	*0,07*	*0,06*	*0,05*	*0,05*	*0,05*	*0,05*	*0,05*	*0,05*	*0,05*	*0,05*	*0,05*	*0,05*
inne koszty	*0,21*	*0,21*	*0,22*	*0,20*	*0,20*	*0,20*	*0,21*	*0,21*	*0,21*	*0,21*	*0,21*	*0,22*
EBITDA	**2,74**	**3,69**	**3,54**	**3,64**	**3,71**	**3,77**	**3,83**	**3,89**	**3,94**	**4,00**	**4,05**	**4,11**
EBIT	1,44	1,99	1,63	1,75	1,88	1,99	2,12	2,22	2,43	2,48	2,57	2,65
Koszty finansowe	1,15	0,66	0,53	0,43	0,40	0,36	0,32	0,26	0,22	0,21	0,20	0,19
Wynik brutto	0,31	1,33	1,04	1,31	1,48	1,63	1,80	1,96	2,21	2,27	2,37	2,46
Podatek	0,02	0,17	0,11	0,19	0,22	0,28	0,34	0,37	0,42	0,43	0,45	0,47
Wynik netto dla akcjonariuszy	0,29	1,16	0,94	1,12	1,26	1,35	1,46	1,59	1,79	1,84	1,92	1,99

Bilans	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Aktywa trwałe razem	23,40	22,26	24,03	23,23	22,52	21,88	21,34	20,97	20,98	20,89	20,83	20,81
Zestawy odbiorcze	0,42	0,37	0,34	0,30	0,26	0,24	0,23	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
RZAT+WNiP	22,32	21,30	22,88	22,12	21,44	20,83	20,31	19,94	19,95	19,86	19,80	19,78
Inne aktywa dł term	0,65	0,59	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Aktywa obrotowe razem	3,98	4,23	3,79	4,34	4,75	4,82	4,47	4,26	4,79	5,33	5,60	5,80
Zapasy	0,30	0,28	0,35	0,38	0,38	0,39	0,40	0,40	0,41	0,41	0,42	0,42
Należności handlowe	1,45	1,62	1,77	1,77	1,81	1,84	1,86	1,89	1,91	1,93	1,96	1,98
Pozostałe aktywa obrotowe	0,49	0,82	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
Środki pieniężne	1,74	1,51	1,22	1,74	2,11	2,15	1,76	1,52	2,03	2,54	2,78	2,95
Aktywa razem	**27,38**	**26,49**	**27,82**	**27,57**	**27,27**	**26,71**	**25,82**	**25,23**	**25,77**	**26,23**	**26,43**	**26,61**
Kapitał własny razem	**9,14**	**10,25**	**11,29**	**12,03**	**12,79**	**13,39**	**13,97**	**14,60**	**15,36**	**16,04**	**16,71**	**17,37**
Zobowiązania razem	**18,24**	**16,24**	**16,53**	**15,53**	**14,49**	**13,32**	**11,85**	**10,63**	**10,41**	**10,19**	**9,72**	**9,25**
Zobowiązania dł term	14,07	7,77	12,82	11,82	10,72	9,52	8,02	6,77	6,52	6,27	5,77	5,27
Zobowiązania %	12,25	6,38	11,07	10,07	8,97	7,77	6,27	5,02	4,77	4,52	4,02	3,52
Inne dł term zobow i rezerwy	1,83	1,40	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Zobowiązania kr term	4,17	8,47	3,71	3,72	3,77	3,80	3,83	3,86	3,89	3,92	3,95	3,98
Zobowiązania %	1,79	6,01	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Zobowiązania handlowe	1,52	1,49	1,56	1,56	1,59	1,62	1,64	1,66	1,68	1,70	1,72	1,74
Inne kr term zobow i rezerwy	0,85	0,97	0,86	0,86	0,88	0,89	0,90	0,91	0,91	0,92	0,93	0,94
Pasywa razem	**27,38**	**26,49**	**27,82**	**27,57**	**27,27**	**26,71**	**25,82**	**25,23**	**25,77**	**26,23**	**26,43**	**26,61**

CF	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
CF operacyjny	1,97	2,89	2,90	3,30	3,37	3,39	3,38	3,41	3,41	3,46	3,49	3,53
CF inwestycyjny	0,97	-0,73	-1,40	-0,97	-1,00	-1,03	-1,06	-1,18	-1,41	-1,32	-1,31	-1,32
CF finansowy	-1,54	-2,39	-1,79	-1,81	-2,00	-2,31	-2,70	-2,46	-1,50	-1,62	-1,95	-2,03
Środki pieniężne sop	0,34	1,75	1,52	1,23	1,76	2,12	2,16	1,77	1,53	2,04	2,55	2,79
Środki pieniężne eop	1,75	1,52	1,23	1,76	2,12	2,16	1,77	1,53	2,04	2,55	2,79	2,96

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cena [PLN]	23,90	23,90	23,90	23,90	23,90	23,90	23,90	23,90	23,90	23,90	23,90	23,90
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	639,5
Mkt Cap [mld PLN]	15,29	15,29	15,29	15,29	15,29	15,29	15,29	15,29	15,29	15,29	15,29	15,29
EV [mld PLN]	27,58	26,15	26,42	24,90	23,44	22,20	21,08	20,07	19,31	18,55	17,81	17,14
Dług netto [mld PLN]	12,29	10,86	11,13	9,61	8,15	6,91	5,79	4,78	4,03	3,27	2,53	1,86
Dług netto / EBITDA	4,49x	2,95x	3,15x	2,64x	2,20x	1,83x	1,51x	1,23x	1,02x	0,82x	0,62x	0,45x
Dług % [mld PLN]	14,04	12,39	12,37	11,37	10,27	9,07	7,57	6,32	6,07	5,82	5,32	4,82
Gotówka [mld PLN]	1,75	1,52	1,23	1,76	2,12	2,16	1,77	1,53	2,04	2,55	2,79	2,96
EPS [PLN]	0,46	1,82	1,47	1,76	1,97	2,12	2,28	2,48	2,80	2,88	3,00	3,12
BVPS [PLN]	14,29	16,03	17,65	18,82	19,99	20,93	21,84	22,84	24,02	25,08	26,13	27,15
P/E	52,3x	13,1x	16,3x	13,6x	12,1x	11,3x	10,5x	9,6x	8,5x	8,3x	8,0x	7,7x
EV/EBITDA	10,1x	7,1x	7,5x	6,8x	6,3x	5,9x	5,5x	5,2x	4,9x	4,6x	4,4x	4,2x
EV/EBIT	19,1x	13,2x	16,2x	14,3x	12,5x	11,1x	9,9x	9,0x	8,0x	7,5x	6,9x	6,5x
P/BV	1,7x	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x
P/CE	9,6x	5,3x	5,4x	5,1x	5,0x	4,9x	4,8x	4,7x	4,6x	4,6x	4,5x	4,4x
EV/S	3,7x	2,7x	2,7x	2,6x	2,4x	2,2x	2,1x	1,9x	1,9x	1,8x	1,7x	1,6x
Dywidenda [mln PLN]	102,9	0,0	0,0	374,9	505,4	755,0	880,5	949,6	1031,8	1162,1	1241,4	1342,0
DPS [PLN]	0,16	0,00	0,00	0,59	0,79	1,18	1,38	1,48	1,61	1,82	1,94	2,10
Payout ratio (1-t)	20%	0%	0%	40%	45%	60%	65%	65%	65%	65%	68%	70%
DYield	0,7%	0,0%	0,0%	2,5%	3,3%	4,9%	5,8%	6,2%	6,8%	7,6%	8,1%	8,8%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
RGU eop, w tym:	12,35	12,61	13,09	13,46	13,65	13,73	13,79	13,83	13,87	13,90	13,93	13,95
Płatna tv	*4,39*	*4,50*	*4,74*	*4,79*	*4,79*	*4,78*	*4,77*	*4,76*	*4,75*	*4,74*	*4,73*	*4,72*
Telefonia komórkowa	*6,59*	*6,52*	*6,57*	*6,72*	*6,77*	*6,74*	*6,70*	*6,67*	*6,63*	*6,60*	*6,57*	*6,55*
Internet	*1,37*	*1,59*	*1,79*	*1,96*	*2,09*	*2,22*	*2,32*	*2,41*	*2,49*	*2,56*	*2,63*	*2,69*
Liczba klientów eop	*6,14*	*5,92*	*5,84*	*5,88*	*5,89*	*5,84*	*5,80*	*5,77*	*5,75*	*5,73*	*5,71*	*5,69*
RGU / liczba klientów	2,01	2,13	2,24	2,29	2,32	2,35	2,38	2,40	2,41	2,43	2,44	2,45
ARPU [PLN]	85,6	87,3	88,5	90,1	91,9	93,7	95,6	97,3	99,1	100,7	102,2	103,8

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

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

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	**26,36**	**akumuluj**	**24,65**	**15.09.2016**	**09:08 CEST**	**23,9**	**46 989**
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 3Q'16:

Kupuj	5	36%
Akumuluj	5	36%
Trzymaj	1	7%
Redukuj	3	21%
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

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).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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.

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 obarczona 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 uwzględniać, 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 instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna 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 15.09.2016 roku o godzinie 09:08 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.09.2016 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 rekomendacje 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 niemniejszym 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 15.09.2016 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 subemisje 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.

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 świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.