Dom Maklerski BDM S.A.

CYFROWY POLSAT

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

WYCENA 28,49 PLN

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

15 MAJ 2017, 13:12 CEST

Utrzymujemy nasze poprzednie zalecenie Akumuluj i jednocześnie podnosimy cenę docelową z 26,36 PLN do 28,49 PLN/akcję. Do pozytywnej oceny skłania nas perspektywa powrotu EBITDA segmentu klientów indywidualnych i biznesowych na ścieżkę wzrostu już w 2017 roku (co zresztą akcentowaliśmy już w raporcie z września'16). Zgodnie z naszymi prognozami CPS jest obecnie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 wynoszącym odpowiednio 7,2x i 6,6x. Podoba nam się powrót do polityki stałego dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami mniejszościowymi. Deklaracja zarządu dot. poziomu dywidendy to 0,32 PLN/akcję (łącznie 204,65 mln PLN).

Ogółem przychody spółki w 1Q'17 wyniosły 2,39 mld PLN, czyli były wyższe o 1% r/r. Przychody detaliczne wyniosły ok. 1,54 mld PLN, z kolei przychody hurtowe ok. 0,562 mld PLN. Sprzedaż sprzętu w omawianym okresie wyniosła prawie 249 mln PLN (+43,9% r/r). Na poziomie kosztów zaznaczamy spadek kosztów technicznych i rozliczeń międzyoperatorskich. Niższe była także pozycja związana z wynagrodzeniami. W strukturze kosztów większe znaczenia miała z kolei amortyzacja. Zatem EBITDA za 1Q'17 wzrosła do 929,5 mln PLN a zysk netto był na poziomie 271,4 mln PLN.

Jesteśmy pozytywnie nastawieni do wprowadzanych zmian w ofercie spółki, co skutkuje lepszą niż oczekiwaliśmy dynamiką ARPU (w 1Q'17 ARPU w usługach kontraktowych wzrosło o ponad 2,4% r/r) oraz stopniową odbudową rezultatów w segmencie klientów indywidualnych. Dobrze oceniamy odczyty wskazujące przyrost RGU we wszystkich głównych usługach kontraktowych. Doceniamy w szczególności obserwowane działania spółki w kierunku przyspieszenia dynamiki wzrostu ARPU. Zatem spodziewamy się, że coraz lepsza monetyzacja klienta w kolejnych kwartałach powinna być jeszcze bardziej widoczna jako czynnik determinujący powrót do wzrostów EBITDA w obszarze klientów indywidualnych.

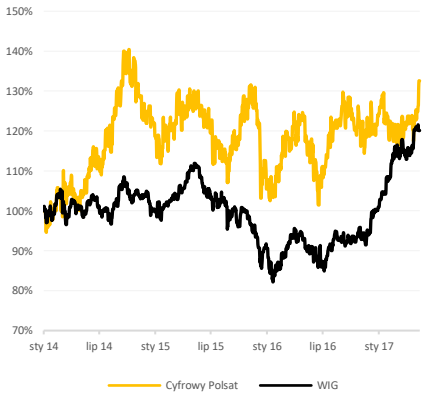
Jednocześnie na 2017 roku mamy na względzie czynniki mogące skutkować erozją wyników w kolejnych kwartałach. Będzie to w szczególności efekt Euro2016 oraz zmiany w opłatach za roaming. W porównaniu do założeń z wrzesnia'16 zdecydowaliśmy się na niewielką korektę in plus dla przychodów. Pozostawiamy także oczekiwania dotyczące osiągalnej EBITDA w 2017 roku w wysokości niespełna 3,64 mld PLN (mogą to być górne przedziały konsensusu). Liczymy, że w 2018 roku spółka powróci na ścieżkę wzrostu EBITDA. W modelu w latach 2018-2019 liczymy na wzrost EBITDA do pułapu odpowiednio 3,71 mld PLN i 3,79 mld PLN.

Zwracamy też uwagę, że Ministerstwo Kultury i Dziedzictwa Narodowego forsuje nowe zapisy w nowelizacji ustawy o opłatach abonamentowych. Poprawienie poboru opłat abonamentowych ma nastąpić dzięki włączeniu dostawców telewizji płatnej (operatorów sieci kablowych i platform satelitarnych) do procesu rejestracji odbiorników oraz identyfikacji ich użytkowników. Według nas uszczelnienie systemu poboru opłat abonamentowych może mieć wpływ na przyszłe zachowanie bazy klientów korzystających w szczególności z podstawowych pakietów telewizyjnych.

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mld PLN]	9,82	9,73	9,73	9,92	10,15	10,37
EBITDA [mld PLN]	**3,69**	**3,64**	**3,64**	**3,71**	**3,79**	**3,87**
EBIT [mld PLN]	1,99	1,67	1,70	1,80	1,92	2,04
Zysk netto [mld PLN]	1,16	1,02	1,06	1,18	1,31	1,42
P/BV	2,4x	2,0x	1,8x	1,6x	2,6x	3,6x
P/E	14,3x	16,3x	15,7x	14,1x	12,7x	11,7x
EV/EBITDA	**7,5x**	**7,6x**	**7,2x**	**6,6x**	**6,1x**	**5,6x**
EV/EBIT	13,8x	16,6x	15,5x	13,6x	12,0x	10,6x

Wycena końcowa [PLN]	**28,49**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+10%**
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	26,0
Kapitalizacja [mld PLN]	16,63
Ilość akcji [mln. szt.]	639.55
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	26,84
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	22,61
Stopa zwrotu za 3 mc	8%
Stopa zwrotu za 6 mc	11%
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
ANALIZA PORÓWNAWCZA 6
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'17 9
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2017 ORAZ KOLEJNE OKRESY 14
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 16

WYCENA I PODSUMOWANIE

Utrzymujemy nasze poprzednie zalecenie Akumuluj i jednocześnie podnosimy cenę docelową z 26,36 PLN do 28,49 PLN/akcję. Do pozytywnej oceny skłania nas perspektywa powrotu EBITDA segmentu klientów indywidualnych i biznesowych na ścieżkę wzrostu już w 2017 roku (co zresztą akcentowaliśmy już w raporcie z września'16). Zgodnie z naszymi prognozami CPS jest obecnie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 wynoszącym odpowiednio 7,2x i 6,6x.

Jesteśmy pozytywnie nastawieni do wprowadzanych zmian w ofercie spółki, co skutkuje lepszą niż oczekiwaliśmy dynamiką ARPU (w 1Q'17 ARPU w usługach kontraktowych wzrosło o ponad 2,4% r/r) oraz stopniową odbudową rezultatów w segmencie klientów indywidualnych. Dobrze oceniamy odczyty wskazujące przyrost RGU we wszystkich głównych usługach kontraktowych. Doceniamy w szczególności obserwowane działania spółki w kierunku przyspieszenia dynamiki wzrostu ARPU. Zatem spodziewamy się, że coraz lepsza monetyzacja klienta w kolejnych kwartałach powinna być jeszcze bardziej widoczna jako czynnik determinujący powrót do wzrostów EBITDA w obszarze klientów indywidualnych.

Jednocześnie na 2017 roku mamy na względzie czynniki mogące skutkować erozją wyników w kolejnych kwartałach. Będzie to w szczególności efekt Euro2016 oraz zmiany w opłatach za roaming. W porównaniu do założeń z wrzesnia'16 zdecydowaliśmy się na niewielką korektę in plus dla przychodów. Pozostawiamy także oczekiwania dotyczące osiągalnej EBITDA w 2017 roku w wysokości niespełna 3,64 mld PLN (mogą to być górne przedziały konsensusu). Liczymy, że w 2018 roku spółka powróci na ścieżkę wzrostu EBITDA. W modelu w latach 2018-2019 liczymy na wzrost EBITDA do pułapu odpowiednio 3,71 mld PLN i 3,79 mld PLN.

Podoba nam się powrót do polityki stałego dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami mniejszościowymi. Deklaracja zarządu dot. poziomu dywidendy to 0,32 PLN/akcję (łącznie 204,65 mln PLN). Przypominamy, że w listopadzie'16 spółka przedstawiła nową politykę dywidendową. Zarząd CPS wyznaczył oczekiwany poziom skonsolidowanego zadłużenia, mierzonego wskaźnikiem dług netto/EBITDA, który powinien zostać obniżony docelowo poniżej poziomu 1,75x. W 2018 roku spodziewamy się wypłaty dywidendy na poziomie ok 25% skonsolidowanego zysku netto grupy (będzie to zatem 0,41 PLN/akcję). W 2019 roku przyjęliśmy w prognozach wzrost poziomu wypłaty do 40% skonsolidowanego zysku za rok 2018. Zwracamy uwagę, że władze spółki wielokrotnie sugerowały, że wspomniana relacja długu netto/EBITDA powinna znajdować się poniżej 1,75x (i do tego czasu priorytetem nie będzie maksymalizacja strumienia dywidend).

Podsumowanie wyceny Cyfrowego Polsatu

A	Wycena DCF [PLN]	29,3
B	Wycena porównawcza [PLN]	26,7
C = (A*70%+B*30%)	**Wycena końcowa [mln PLN]**	**28,49**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

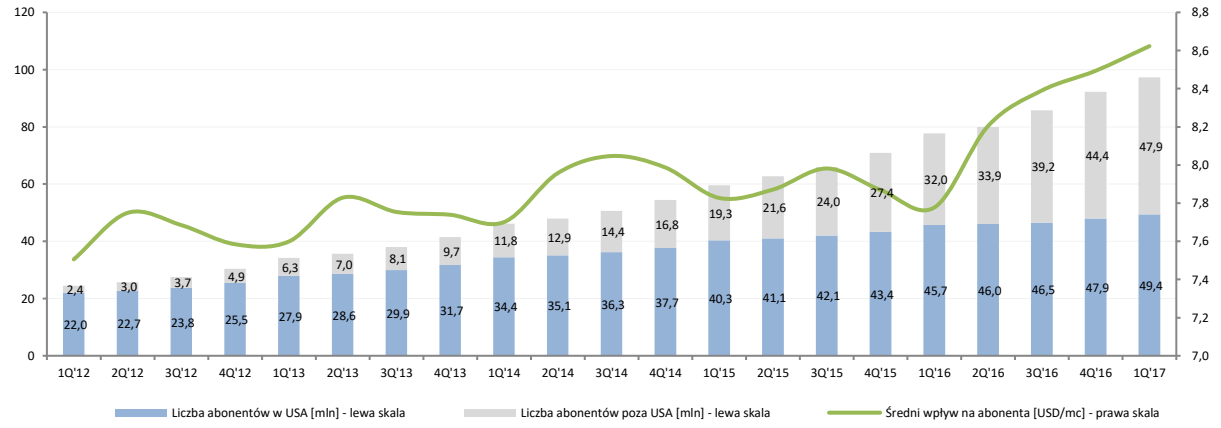
Inwestorzy powinni mieć na uwadze szereg czynników ryzyka związanych z działalnością spółki. Cyfrowy Polsat po przejęciu Polkomtela posiada dużą ekspozycję na rynek telekomunikacyjny (telefonia komórkowa), dla którego akceptowalne mnożniki rynkowe są odpowiednio niższe niż dla wcześniejszej struktury 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.

Zwracamy uwagę, że Ministerstwo Kultury i Dziedzictwa Narodowego forsuje nowe zapisy w nowelizacji ustawy o opłatach abonamentowych. Nowe pomysły zostały skierowane do konsultacji publicznych i uzgodnień międzyresortowych. Poprawienie poboru opłat abonamentowych ma nastąpić dzięki włączeniu dostawców telewizji płatnej (operatorów sieci kablowych i platform satelitarnych) do procesu rejestracji odbiorników oraz identyfikacji ich użytkowników. Tym samym osoba zawierająca umowę o dostarczanie telewizji płatnej przez domniemanie będzie posiadała odbiornik, od którego należy opłacać abonament. O fakcie podpisania umowy o płatną telewizję Poczta Polska ma być informowana przez operatorów. Według nas uszczelnienie systemu poboru opłat abonamentowych może mieć wpływ na zachowanie bazy klientów korzystających z podstawowych pakietów telewizyjnych w ofercie CPS.

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

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):

- W porównaniu do założeń z września'16 zdecydowaliśmy się na niewielką korektę in plus dla przychodów. Pozostawiamy także oczekiwania dotyczące osiągalnej EBITDA w 2017 roku w wysokości niespełna 3,64 mld PLN (mogą to być górne przedziały konsensusu). Liczymy, że w 2018 roku spółka powróci na ścieżkę wzrostu EBITDA. W modelu w latach 2018-2019 liczymy na wzrost EBITDA do pułapu odpowiednio 3,71 mld PLN i 3,79 mld PLN.
- 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 01.10.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na 18,715 mld PLN, czyli 29,26 PLN/akcję.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	+2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	9 726	9 922	10 150	10 370	10 540	10 693	10 842	10 980	11 119	11 255	11 255
EBIT [mln PLN]	1 698	1 800	1 915	2 041	2 181	2 350	2 507	2 597	2 658	2 702	2 702
Stopa podatkowa	11%	13%	14%	15%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	179	229	259	306	414	447	476	493	505	513	513
NOPLAT [mln PLN]	1 519	1 570	1 657	1 735	1 766	1 904	2 031	2 104	2 153	2 189	2 189
Amortyzacja [mln PLN]	1 941	1 910	1 877	1 828	1 767	1 663	1 561	1 517	1 501	1 499	1 499
CAPEX [mln PLN]	-1 053	-1 007	-1 046	-1 084	-1 212	-1 444	-1 464	-1 482	-1 501	-1 519	-1 499
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN] *	-122	-140	-143	-145	-143	-144	-146	-147	-149	-151	-151
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
FCF [mln PLN]	2 285	2 333	2 345	2 333	2 178	1 979	1 982	1 991	2 003	2 017	2 038
DFCF [mln PLN]	2 245	2 134	1 994	1 842	1 595	1 342	1 244	1 156	1 076	1 002	1 012
Suma DFCF [mln PLN]	15 631										
Wartość rezydualna [mln PLN]	28 647		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*			*+1.0%*					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	14 223										
Wartość firmy EV [mln PLN]	29 855										
Dług netto [mln PLN]	11 140										
Wartość kapitału[mln PLN]	**18 715**										
Ilość akcji [mln szt.]	639,5										
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**29,26**										

Przychody zmiana r/r	-1,0%	2,0%	2,3%	2,2%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%
ARPU – usługi kontraktowe [PLN]	90,5	92,5	94,5	96,4	98,2	99,9	101,6	103,2	104,7	106,2
Marża EBITDA	37,4%	37,4%	37,4%	37,3%	37,5%	37,5%	37,5%	37,5%	37,4%	37,3%
Marża EBIT	17,5%	18,1%	18,9%	19,7%	20,7%	22,0%	23,1%	23,7%	23,9%	24,0%
CAPEX / Przychody ogółem	10,8%	10,2%	10,3%	10,5%	11,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
CAPEX / Przychody bez segmentu nadawania	12,4%	11,6%	11,8%	11,9%	13,1%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
CAPEX / Amortyzacja	54%	53%	56%	59%	69%	87%	94%	98%	100%	101%

**- łącznie z wydatkami na zestawy odbiorcze*

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	58%	62%	66%	71%	75%	77%	79%	80%	81%	82%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	42%	38%	34%	29%	25%	23%	21%	20%	19%	18%
WACC	7,3%	7,4%	7,5%	7,7%	7,9%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%

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**	24,96	27,05	29,67	33,03	37,53	40,40	43,85	48,07	53,36
	0.8	23,44	25,31	27,62	30,56	34,42	36,85	39,73	43,20	47,46
	0.9	22,04	23,71	25,77	28,35	31,69	33,76	36,19	39,08	42,57
	1.0	20,74	22,25	24,07	26,35	**29,26**	31,04	33,11	35,55	38,45
	1.1	19,53	20,89	22,53	24,54	27,09	28,64	30,42	32,49	34,93
	1.2	18,41	19,63	21,10	22,90	25,15	26,49	28,03	29,81	31,88
	1.3	17,36	18,47	19,79	21,40	23,38	24,57	25,91	27,44	29,22
	1.4	16,37	17,38	18,58	20,02	21,78	22,83	24,00	25,34	26,87
	1.5	15,45	16,37	17,45	18,75	20,32	21,25	22,28	23,45	24,78

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**	45,67	42,67	39,97	38,72	37,53	36,40	35,31	33,29	31,43
	0.8	42,67	39,61	36,88	35,62	34,42	33,29	32,21	30,20	28,37
	0.9	39,97	36,88	34,14	32,88	31,69	30,56	29,49	27,51	25,71
	1.0	37,53	34,42	31,69	30,44	**29,26**	28,15	27,09	25,15	23,38
	1.1	35,31	32,21	29,49	28,26	27,09	26,00	24,96	23,05	21,33
	1.2	33,29	30,20	27,51	26,29	25,15	24,07	23,05	21,18	19,51
	1.3	31,43	28,37	25,71	24,51	23,38	22,33	21,33	19,51	17,87
	1.4	29,73	26,69	24,07	22,89	21,78	20,75	19,77	17,99	16,40
	1.5	28,15	25,15	22,57	21,41	20,32	19,31	18,36	16,62	15,06

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%**	26,61	28,96	31,93	35,81	41,10	44,52	48,70	53,92	60,60
	3.5%	24,96	27,05	29,67	33,03	37,53	40,40	43,85	48,07	53,36
	4.0%	23,44	25,31	27,62	30,56	34,42	36,85	39,73	43,20	47,46
	4.5%	22,04	23,71	25,77	28,35	31,69	33,76	36,19	39,08	42,57
	5.0%	20,74	22,25	24,07	26,35	**29,26**	31,04	33,11	35,55	38,45
	5.5%	19,53	20,89	22,53	24,54	27,09	28,64	30,42	32,49	34,93
	6.0%	18,41	19,63	21,10	22,90	25,15	26,49	28,03	29,81	31,88
	6.5%	17,36	18,47	19,79	21,40	23,38	24,57	25,91	27,44	29,22
	7.0%	16,37	17,38	18,58	20,02	21,78	22,83	24,00	25,34	26,87

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

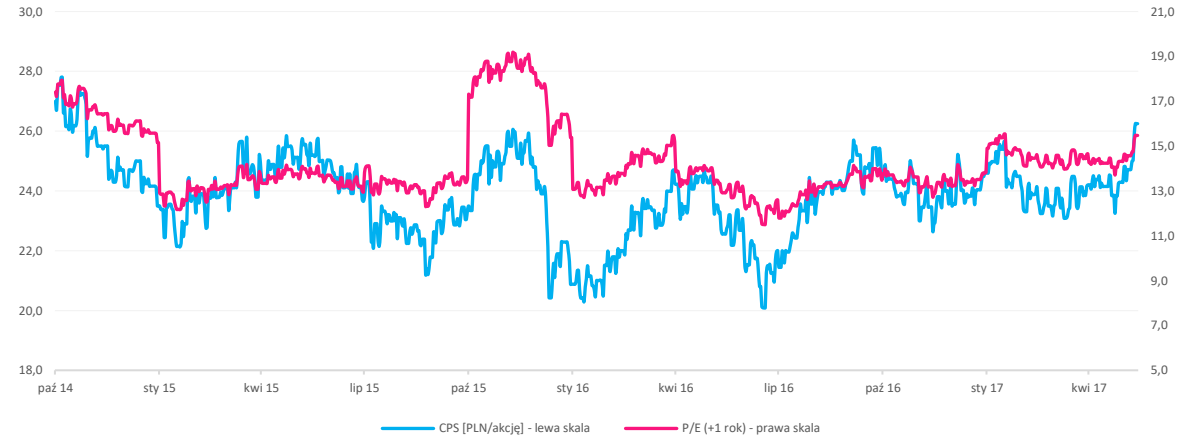
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o prognozy na lata 2017-2019 do wybranej grupy podmiotów z obszaru media/rozrywka oraz z ekspozycją na obszar telco. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Końcowa wycena metodą porównawczą wynosi 26,70 PLN/akcję.

Analiza mnożnikowa

			P/E			EV/EBITDA	
Ekspozycja na telco	**Cena**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
ORANGE POLSKA	4,55 PLN	---	---	---	4,5	4,4	4,2
ORANGE	15,325 EUR	14,7	13,7	13,0	5,2	5,0	4,9
BT GROUP	305,95 GBP	10,6	10,2	9,6	5,2	5,2	5,1
DEUTSCHE TELEKOM	17,53 EUR	20,4	17,4	15,4	5,9	5,6	5,3
VODAFONE	211,05 GBP	33,5	27,0	20,7	6,2	6,3	6,0
TELENOR	135,6 NOK	13,7	12,8	12,3	5,6	5,5	5,4
VERIZON	45,84 SEK	12,2	11,8	11,7	6,6	6,5	6,3
AT&T INC	38,49 USD	13,2	13,0	12,6	6,7	6,4	6,1
TELEFONICA	10,055 USD	13,1	11,8	10,7	5,9	5,6	5,4
A. Mediana (ekspozycja na telco)		**14,2**	**12,6**	**12,0**	**5,9**	**5,7**	**5,4**
Ekspozycja na media	**Cena**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
VIVENDI	19,25 EUR	28,5	23,5	20,1	17,7	14,8	13,2
SKY	996,5 GBP	18,1	16,5	14,5	11,2	10,0	9,5
LIBERTY GLOBAL	30,29 USD	119,5	46,0	27,4	9,8	9,1	8,2
CENTRAL EUROPEAN MEDIA	4,15 USD	25,5	12,0	6,3	9,0	7,6	6,5
ITV	192,2 GBP	12,1	11,8	11,1	9,5	9,1	8,3
PROSIEBEN SAT.1	39,059 EUR	16,1	14,7	13,8	10,1	9,3	9,0
RTL GROUP	67,98 EUR	13,8	13,3	12,9	7,8	7,5	7,2
MEDIASET ESPANA	12,01 EUR	19,5	17,9	16,8	14,2	12,8	11,9
MEDIASET	3,662 EUR	29,4	18,7	15,5	6,1	5,8	5,2
TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)	11,25 EUR	19,2	21,3	15,3	6,5	6,7	5,5
MODERN TIMES GROUP	279,8 SEK	19,4	17,5	16,7	11,6	10,3	9,5
SCRIPPS NETWORK	68,37 USD	12,4	12,1	11,5	7,9	7,4	7,0
B. Mediana (ekspozycja na media)		**19,3**	**17,0**	**14,9**	**9,7**	**9,1**	**8,3**
Mediana do wyceny (65%*A + 35%*B)		**15,5**	**14,3**	**13,3**	**7,2**	**6,8**	**6,4**
Cyfrowy Polsat		15,7	14,1	12,7	7,2	6,6	6,1
Premia / dyskonto		2%	-1%	-4%	0%	-3%	-5%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]		25,6	26,3	27,2	26,0	27,2	27,9
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]			**26,37**			**27,04**	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		**26,70**					
Wycena końcowa spółki [mld PLN]		**17,077**					

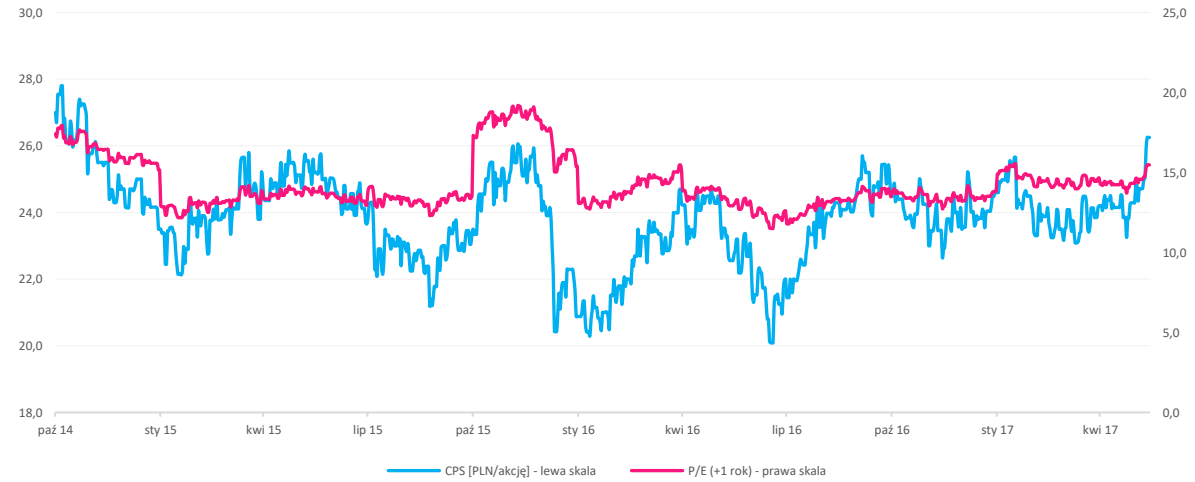
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Akceptowalny dla CPS historyczny mnożnik EV/EBITDA (+1 rok)



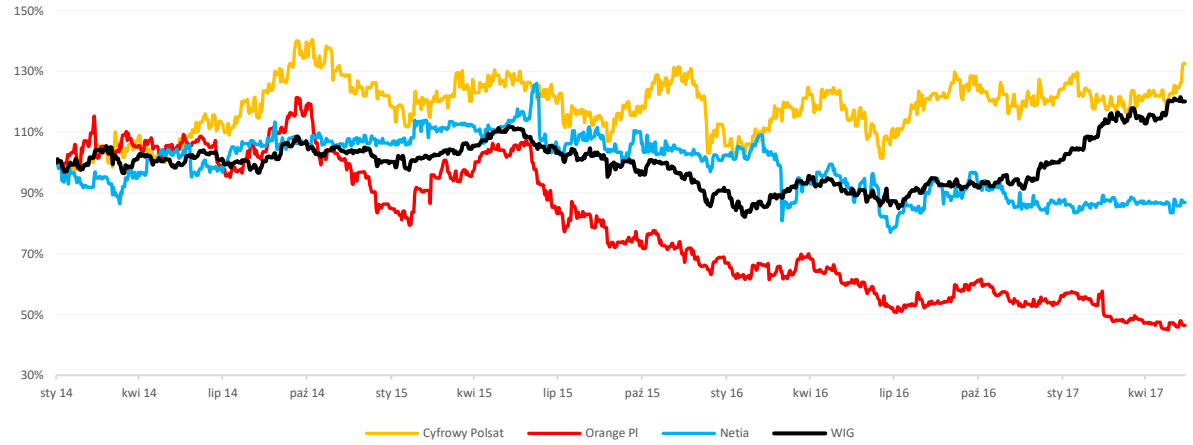
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Akceptowalny dla CPS historyczny mnożniki P/E (+1 rok)



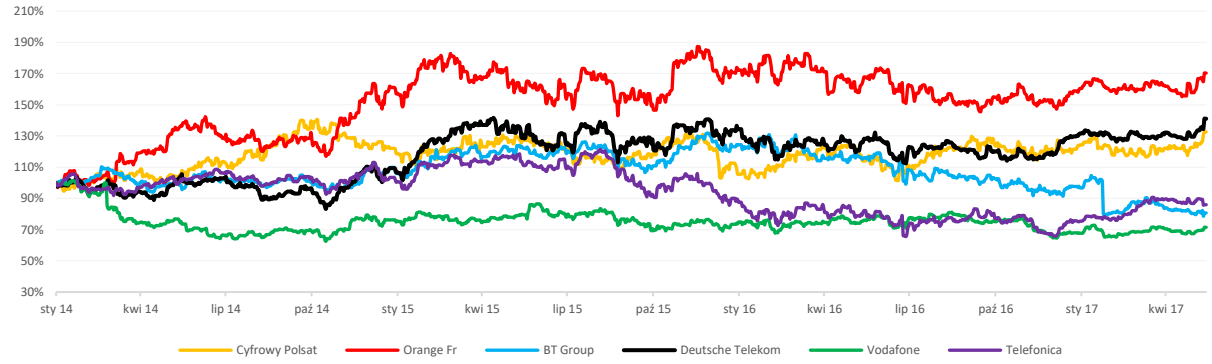
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu CPS na tle wybranych podmiotów handlowanych na GPW



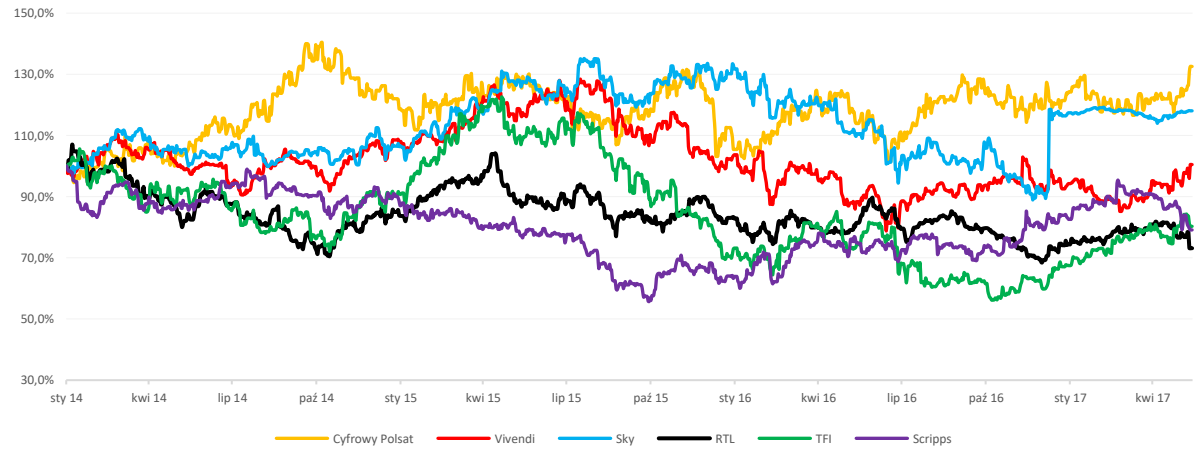
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 1Q'17

Ogółem przychody spółki w 1Q'17 wyniosły 2,39 mld PLN, czyli były wyższe o 1% r/r. Przychody detaliczne wyniosły ok. 1,54 mld PLN, z kolei przychody hurtowe ok. 0,562 mld PLN. Sprzedaż sprzętu w omawianym okresie wyniosła prawie 249 mln PLN (+43,9% r/r). Na poziomie kosztów zaznaczamy spadek kosztów technicznych i rozliczeń międzyoperatorskich. Niższe była także pozycja związana z wynagrodzeniami. W strukturze kosztów większe znaczenia miała z kolei amortyzacja. Zatem EBITDA za 1Q'17 wzrosła do 929,5 mln PLN a zysk netto był na poziomie 271,4 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane spółki za 1Q'17 [mln PLN]

RZiS	**1Q'16**	**1Q'17**	**zmiana r/r**	**2Q'15-1Q'16**	**2Q'16-1Q'17**	**zmiana r/r**
Przychody	2 364,0	2 388,6	1,0%	9 858,0	9 754,4	-1,1%
Koszty	1 948,0	1 938,2	-0,5%	7 906,9	8 059,5	1,9%
EBITDA	**846,5**	**929,5**	**9,8%**	**3 635,0**	**3 723,8**	**2,4%**
EBITDA segm. klientów indywid.	**745,4**	**821,4**	**10,2%**	**3 189,1**	**3 153,4**	**-1,1%**
EBITDA segm. nadawania	**101,1**	**108,1**	**6,9%**	**445,9**	**570,4**	**27,9%**
EBIT	422,8	457,2	8,1%	1 979,9	1 703,7	-14,0%
Saldo finansowe	182,7	185,5	1,5%	586,0	568,9	-2,9%
Wynik brutto	205,7	302,2	46,9%	1 341,3	1 129,9	-15,8%
Wynik netto dla akcjonariuszy	175,5	271,4	54,6%	1 168,1	1 116,9	-4,4%
Struktura przychodów i kosztów [mln PLN]	**1Q'16**	**1Q'17**	**zmiana r/r**	**2Q'15-1Q'16**	**2Q'16-1Q'17**	**zmiana r/r**
Przychody	**2 364,0**	**2 388,6**	**1,0%**	**9 858,0**	**9 754,4**	**-1,1%**
detaliczne (klienci ind + biznesowi)	1 565,7	1 542,7	-1,5%	6 481,6	6 302,3	-2,8%
hurtowe	599,8	562,1	-6,3%	2 643,4	2 428,4	-8,1%
sprzedaż sprzętu	172,8	248,6	43,9%	637,8	926,6	45,3%
pozostałe	25,7	35,2	37,0%	95,2	97,1	2,0%
Koszty operacyjne	**1 948,0**	**1 938,2**	**-0,5%**	**7 906,9**	**8 059,5**	**1,9%**
kontent	248,5	264,3	6,4%	1 078,9	1 130,0	4,7%
dystrybucja, marketing, obsługa klienta	200,5	211,1	5,3%	813,9	838,4	3,0%
amortyzacja i utrata wartości	423,7	472,3	11,5%	1 655,1	2 020,1	22,1%
koszty techniczne i rozliczeń międzyop.	550,3	468,2	-14,9%	2 209,0	1 856,6	-16,0%
koszty pracownicze	137,9	127,8	-7,3%	559,0	560,4	0,3%
koszt własny sprzedanego sprzętu	326,8	323,6	-1,0%	1 327,1	1 351,5	1,8%
windykacja, odpisy aktualizujące należności	9,6	19,3	101,0%	53,5	56,6	5,8%
inne koszty	50,7	51,6	1,8%	210,4	245,9	16,9%

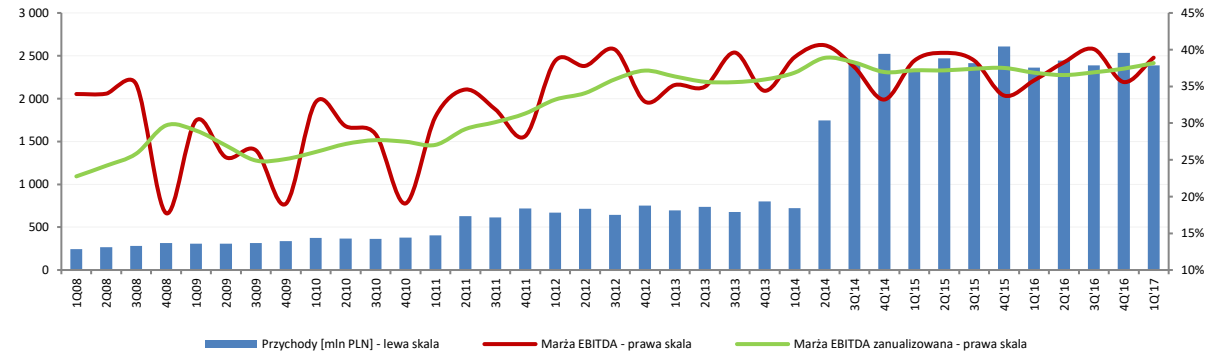
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane charakterystyczne dla usług kontraktowych

Usługi kontraktowe	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**	**zmiana r/r**
Łączna liczba RGU na koniec okresu, w tym:	12 615	12 744	12 881	13 018	13 255	13 337	4,7%
płatna tv [mln]	4 503	4 560	4 632	4 679	4 766	4 786	4,9%
telefonia komórkowa [mln]	6 517	6 536	6 559	6 617	6 730	6 785	3,8%
Internet [mln]	1 595	1 648	1 689	1 722	1 758	1 766	7,2%
Liczba klientów [mln]	5 916	5 893	5 862	5 861	5 883	5 847	-0,8%
RGU / liczba klientów	2,13	2,16	2,20	2,22	2,25	2,28	5,5%
ARPU [PLN]	**88,3**	**87,0**	**88,4**	**88,6**	**90,7**	**89,1**	**2,4%**

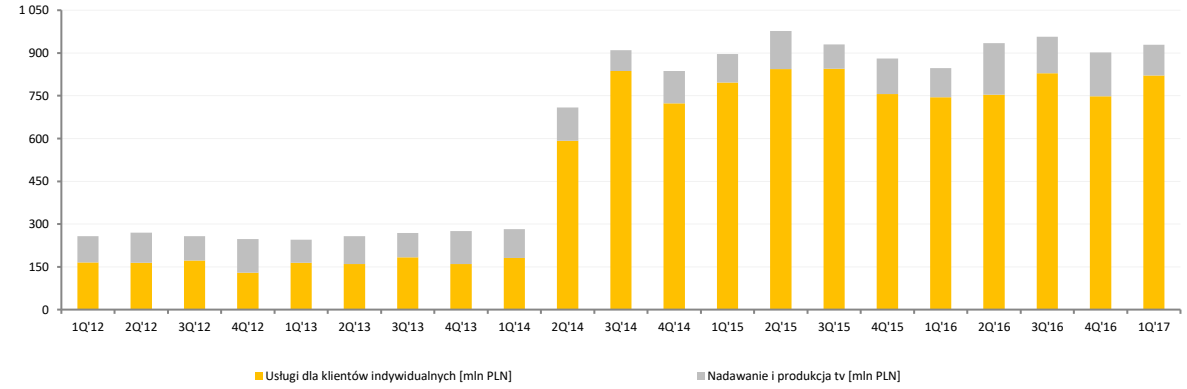
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym



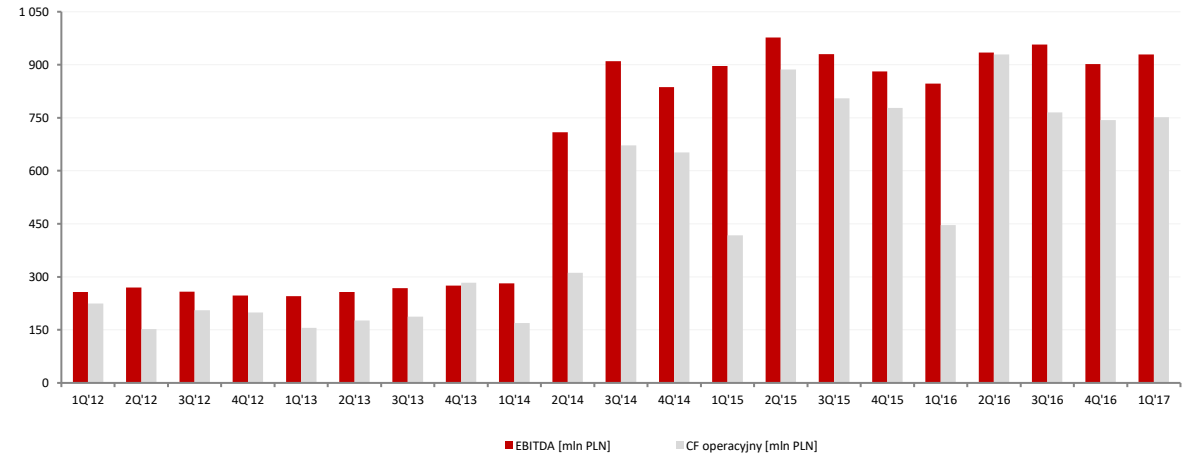
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik EBITDA segmentu klientów indywidualnych oraz segmentu nadawanie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik EBITDA oraz CF operacyjny w ujęciu kwartalnym



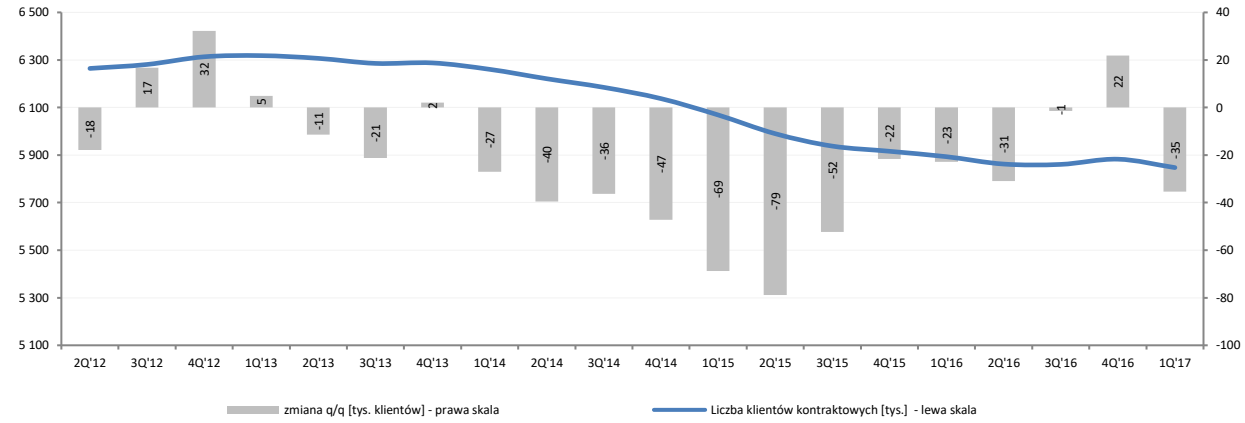
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SEGMENT USŁUG ŚWIADCZONYCH DLA KLIENTÓW INDYWIDUALNYCH I BIZNESOWYCH

W segmencie usług dla klientów indywidualnych spółka wykazała przychody na poziomie 2,389 mld PLN (+1% r/r). Wynik EBITDA segmentu był na pułapie 821,4 mln PLN (+10,2% r/r). Z usług kontraktowych na koniec 1Q'17 korzystało 5,847 mln klientów, co oznacza spadek o 45,8 tys. klientów r/r i erozję o 35,4 tys. klientów w ujęciu q/q. Liczba RGU w usługach kontraktowych na koniec omawianego okresu wyniosła 13,34 mln jednostek, czyli wzrosła o 593 tys. jednostek r/r (czyli +4,65% r/r).

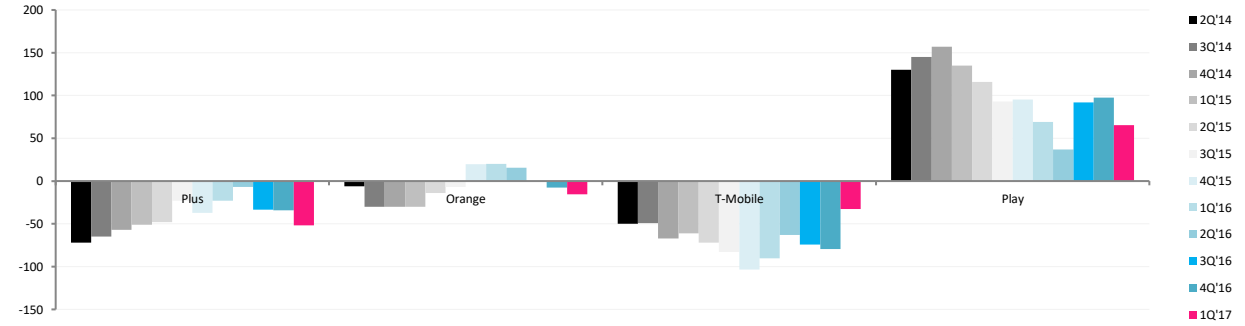
Spółka z sukcesem prowadzi sprzedaż oferty smartDOM. Na koniec marca'17 z oferty multiplay korzystało ok 1,325 mln klientów. Tym samym już 23% klientów kontraktowych korzysta z oferty zintegrowanej spółki.

Liczba klientów usług kontraktowych [mln]



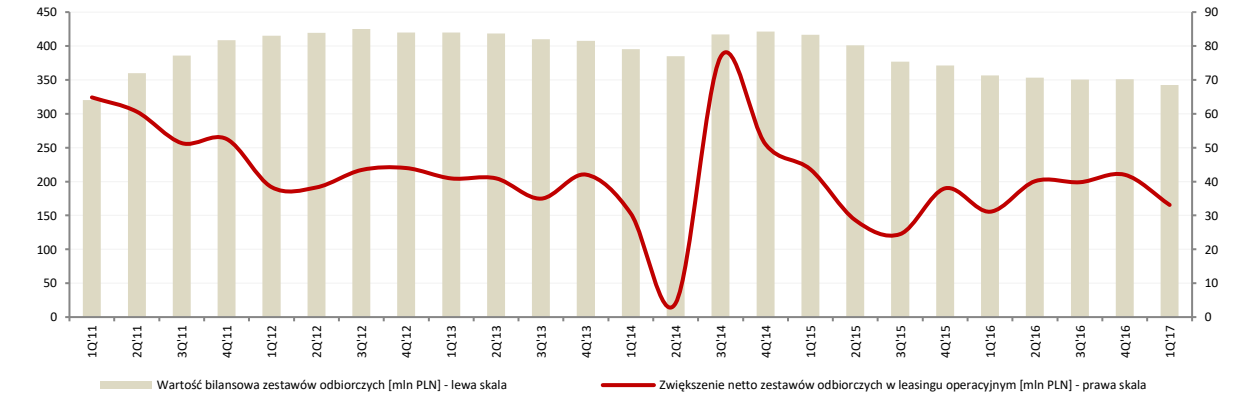
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



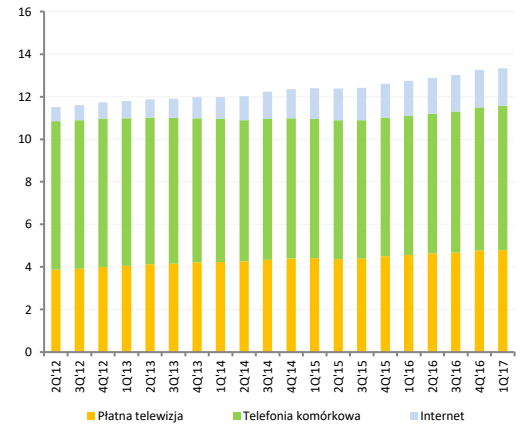
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wartość bilansowa zestawów odbiorczych [mln PLN]

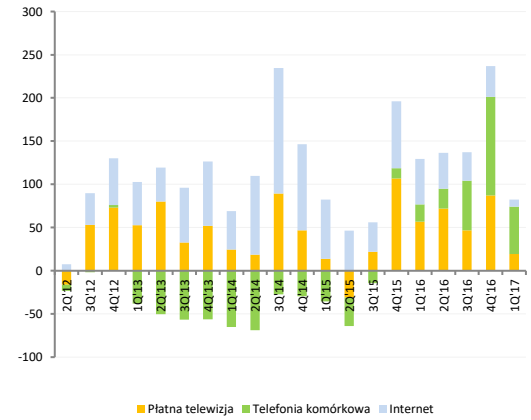


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

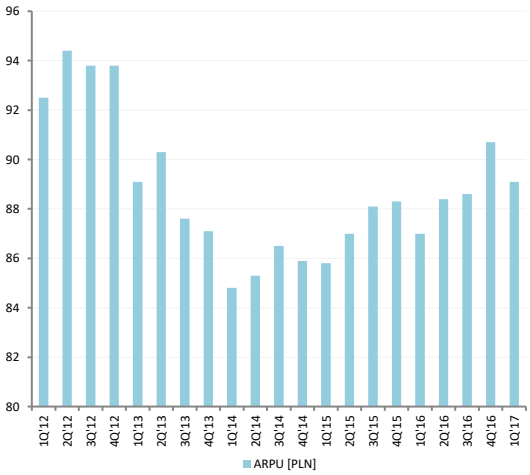
Liczba RGU w usługach kontraktowych – stan eop [mln]



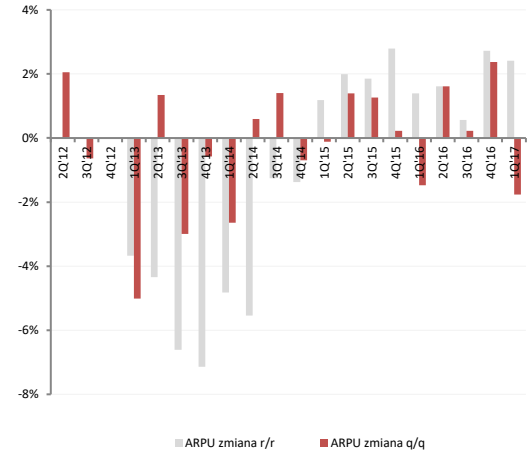
Liczba RGU w usługach kontraktowych – zmiana q/q [tys.]



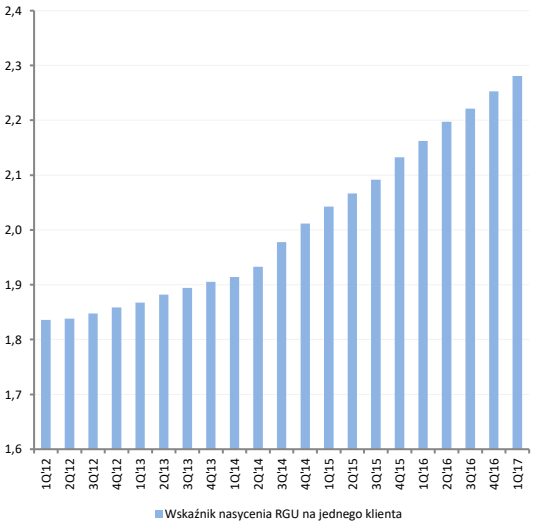
ARPU na klienta usług kontraktowych [PLN]



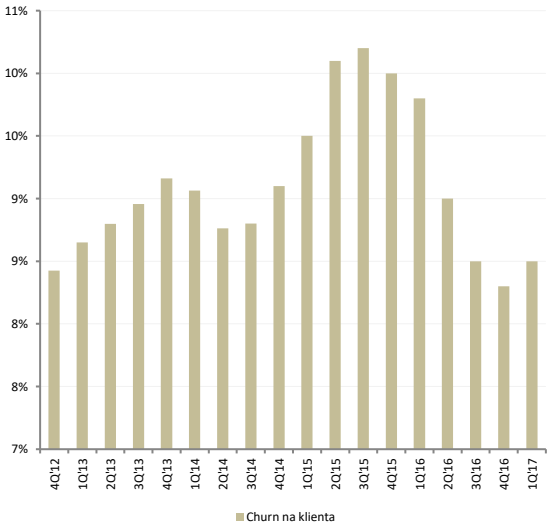
Zmiana ARPU na klienta usług kontraktowych w ujęciu r/r i q/q



RGU/liczba klientów usługach kontraktowych



Wskaźnik churn w usługach kontraktowych

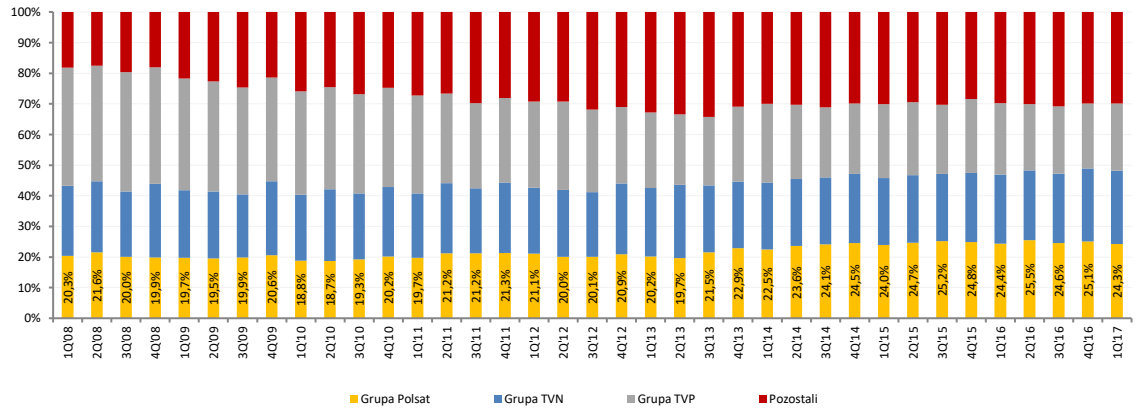


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

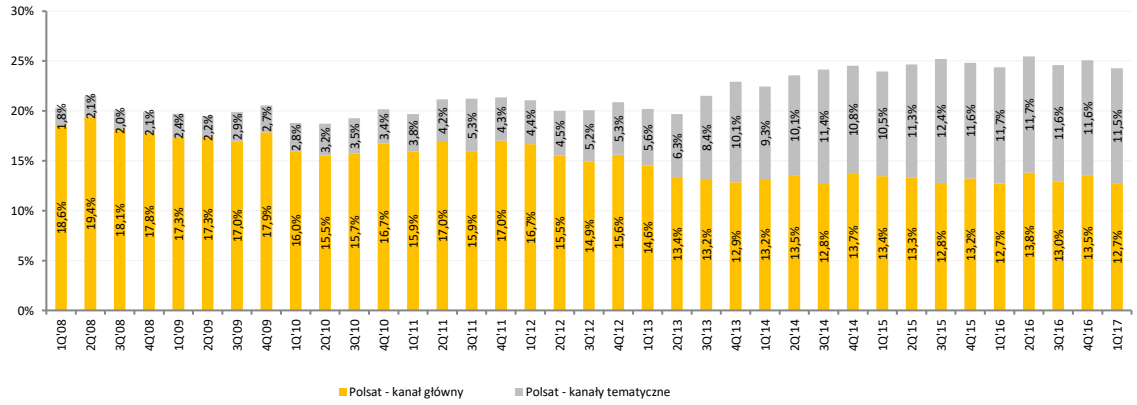
SEGMENT NADAWANIA I PRODUKCJI TELEWIZYJNEJ

Spółka w 1Q'17 w segmencie nadawania osiągnęła przychody w wysokości 305 mln PLN (+2% r/r). Rynek reklamy telewizyjnej i sponsoringu w 1Q'17 wzrósł r/r symbolicznie czyli o 0,3%. W tym okresie przychody segmentu nadawania z reklamy i sponsoringu wzrosły o prawie 2% r/r do 234 mln PLN. Na poziomie EBITDA segment wykazał 108 mln PLN (+6,9% r/r). Zwracamy uwagę, że w 2Q'17 i 3Q'17 segment będzie miał bazę porównawczą, gdzie było widać pozytywny efekt związany z transmisją i sprzedażą praw do mistrzostw Euro 2016.

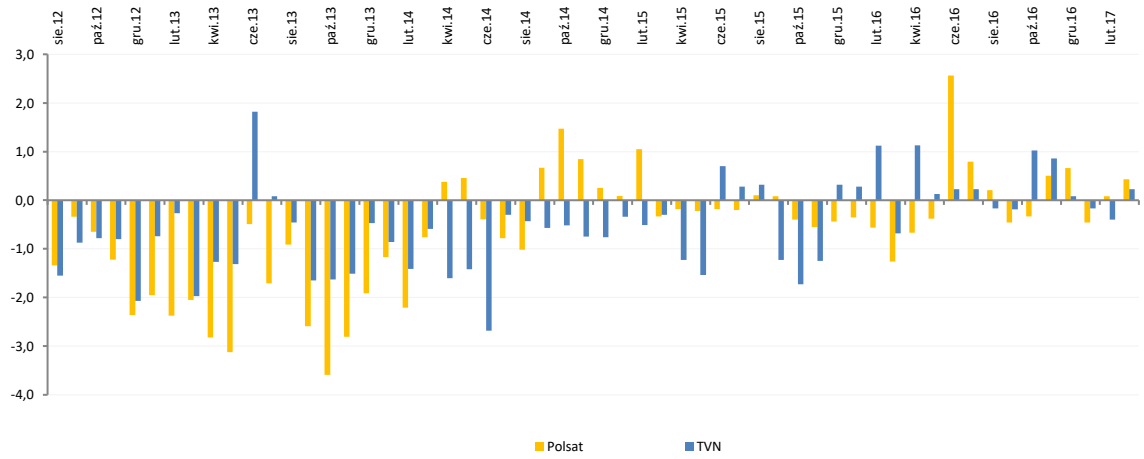
Udział w oglądalności Grupy TV Polsat (wszyscy 16-49 lat, cała doba)



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 2017 ORAZ KOLEJNE OKRESY

Podczas marcowej konferencji omawiającej wyniki za 2016 rok, spółka zaprezentowała swoje oczekiwania na bieżący rok. Do głównych celów należy zaliczyć utrzymanie tempa wzrostu RGU i nasycenia bazy. Utrzymane ma zostać także polityka mająca na celu systematyczne zmniejszanie zadłużenia, czemu sprzyjał i ma dalej sprzyjać silny FCF.

Tak jak poprzednio, jesteśmy pozytywnie nastawieni do wprowadzanych zmian w ofercie spółki, co skutkuje lepszą niż oczekiwaliśmy dynamiką ARPU (w 1Q'17 ARPU w usługach kontraktowych wzrosło o ponad 2,4% r/r) oraz stopniową odbudową rezultatów w segmencie klientów indywidualnych. Dobrze oceniamy odczyty wskazujące przyrost RGU we wszystkich głównych usługach kontraktowych. Doceniamy w szczególności obserwowane działania spółki w kierunku przyspieszenia dynamiki 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 obszarze nadawanie w modelu zakładamy, że spółka docelowo w dłuższym terminie będzie utrzymywać udziały w oglądalności w okolicy 24,15%.

Jednocześnie na 2017 roku mamy na względzie czynniki mogące skutkować erozją wyników w kolejnych kwartałach. Będzie to w szczególności efekt Euro2016 oraz zmiany w opłatach za roaming. Dlatego w modelu założyliśmy konserwatywnie spadek wyników w segmencie nadawanie (z uwagi na wysoką bazę w 2016 roku), drugim aspekt to zmiany w opłatach za roaming.

W porównaniu do założeń z wrzesnia'16 zdecydowaliśmy się na niewielką korektę in plus dla przychodów. Pozostawiamy także oczekiwania dotyczące osiągalnej EBITDA w 2017 roku w wysokości niespełna 3,64 mld PLN (mogą to być górne przedziały konsensusu). Liczymy, że w 2018 roku spółka powróci na ścieżkę wzrostu EBITDA. W modelu w latach 2018-2019 liczymy na wzrost EBITDA do pułapu odpowiednio 3,71 mld PLN i 3,79 mld PLN.

Zmiana założeń w prognozie na lata 2017-2019 (w porównaniu z raportem z 15.09.2016 r.)

	2017 stara	2017 nowa	zmiana	2018 stara	2018 nowa	zmiana	2019 stara	2019 nowa	zmiana
Przychody	9,67	9,73	0,5%	9,90	9,92	0,3%	10,04	10,15	1,1%
EBITDA	3,64	3,64	0,0%	3,71	3,71	0,1%	3,77	3,79	0,7%
EBIT	1,75	1,70	-2,8%	1,88	1,80	-4,2%	1,99	1,92	-3,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

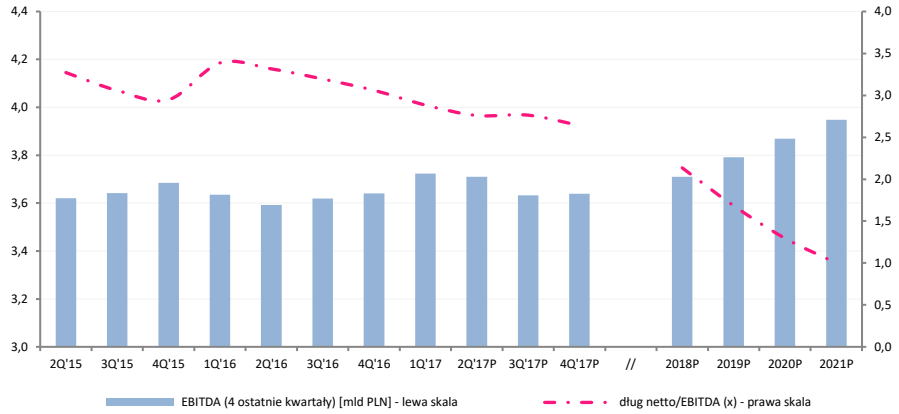
Sugerowany przez spółkę oczekiwany poziom wydatków inwestycyjnych to ok 10% przychodów. W naszym modelu jesteśmy bardziej konserwatywnie nastawieni do kolejnych wymaganych inwestycji. W latach 2017-2020 w modelu średnio poziom wydatków inwestycyjnych to 10,5%. Od roku 2021 wprowadzamy większe wymogi i docelowy pułap to 13,5% rocznych przychodów. Zwracamy uwagę, że w perspektywie kilku kolejnych lat na krajowym rynku możemy obserwować coraz większe wymogi klientów odnośnie jakości sieci internetowej (baza klientów CPS to raczej obszary o mniejszym natężeniu zamieszkania).

Podoba nam się powrót do polityki stałego dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami mniejszościowymi. Deklaracja zarządu dot. poziomu dywidendy to 0,32 PLN/akcję (łącznie 204,65 mln PLN). Przypominamy, że w listopadzie'16 spółka przedstawiła nową politykę dywidendową. Zarząd CPS wyznaczył pożądany poziom skonsolidowanego zadłużenia, mierzonego wskaźnikiem dług netto/EBITDA, który powinien zostać obniżony docelowo poniżej poziomu 1,75x.

- Dlatego jeżeli relacja długu netto/EBITDA (wyliczona na koniec kwartału poprzedzającego kwartał, w którym podjęta jest uchwała o wypłacie dywidendy) będzie w przedziale 3,2x-2,5x to zarząd CPS może rekomendować wypłatę dywidendy w przedziale kwotowym od 200 do 400 mln PLN;
- Gdy relacja długu netto/EBITDA będzie w przedziale 2,5x-1,75x to wówczas zarząd CPS może sugerować wypłatę dywidendy w przedziale od 25% do 50% skonsolidowanego zysku netto grupy za miniony rok;
- W sytuacji, kiedy relacja długu netto/EBITDA będzie poniżej 1,75x, zarząd spółki będzie rekomendował wypłatę dywidendy w przedziale od 50% do 100% skonsolidowanego zysku netto grupy za miniony rok.

W 2018 roku spodziewamy się wypłaty dywidendy na poziomie ok 25% skonsolidowanego zysku netto grupy (będzie to zatem 0,41 PLN/akcję). W 2019 roku przyjęliśmy w prognozach wzrost poziomu wypłaty do 40% skonsolidowanego zysku za rok 2018. Zwracamy uwagę, że władze spółki wielokrotnie sugerowały, że wspomniana relacja długu netto/EBITDA powinna znajdować się poniżej 1,75x (i do tego czasu priorytetem nie będzie maksymalizacja strumienia dywidend).

Założenia dla przyszłej ścieżki EBITDA oraz spadku wskaźnika dług netto/EBITDA



W 2017 roku spodziewamy się raczej płaskiego odczytu względem 2016 roku (co jest założeniem ambitnym zważywszy na efekt Euro2016). W 2018 roku liczymy na wzrost EBITDA do 3,71 mld PLN. Tym samym wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec 2017 roku powinien spaść do ok 2,6x (na koniec 1Q'17 było to niemal 2,9x). Zejście poniżej progu 1,75x według nas prawdopodobne jest na przełomie 3/4Q'19.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane szczegółowe założenia do modelu

RZiS [mln PLN]	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**	**2Q'17**	**3Q'17**	**4Q'17**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Przychody	2 364	2 443	2 388	2 535	2 389	2 412	2 357	2 567	7 410	9 823	9 730	9 726	9 922	10 150
Koszty	1 948	2 042	1 939	2 141	1 938	1 972	1 959	2 158	5 977	7 868	8 069	8 028	8 122	8 235
EBITDA	**847**	**935**	**957**	**902**	**930**	**921**	**879**	**909**	**2 738**	**3 685**	**3 641**	**3 639**	**3 710**	**3 792**
EBIT	423	408	449	390	457	438	393	409	1 442	1 986	1 669	1 698	1 800	1 915
Saldo finansowe	183	133	127	123	186	123	121	118	1 146	665	566	548	451	403
Wynik brutto	206	252	335	241	302	315	272	291	314	1 332	1 033	1 181	1 349	1 512
Wynik netto dla akcjonariuszy	176	238	270	338	271	284	245	256	292	1 163	1 021	1 056	1 177	1 308
Struktura przychodów i kosztów [mln PLN]	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**	**2Q'17**	**3Q'17**	**4Q'17**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Przychody	**2 364**	**2 443**	**2 388**	**2 535**	**2 389**	**2 412**	**2 357**	**2 567**	**7 410**	**9 823**	**9 730**	**9 726**	**9 922**	**10 150**
detaliczne (klienci ind + biznesowi)	1 566	1 587	1 584	1 589	1 543	1 548	1 547	1 589	5 085	6 553	6 325	6 226	6 327	6 443
hurtowe	600	645	563	658	562	617	555	685	1 954	2 597	2 466	2 420	2 474	2 532
sprzedaż sprzętu	173	191	221	266	249	222	236	279	327	583	851	985	1 019	1 053
pozostałe	26	20	20	22	35	25	20	15	44	90	88	95	102	123
Koszty operacyjne	**1 948**	**2 042**	**1 939**	**2 141**	**1 938**	**1 972**	**1 959**	**2 158**	**5 977**	**7 868**	**8 069**	**8 028**	**8 122**	**8 235**
kontent	249	316	252	297	264	264	248	306	1 030	1 066	1 114	1 082	1 119	1 155
dystrybucja, marketing, obsługa klienta	201	202	203	223	211	203	202	225	613	803	828	842	859	879
amortyzacja i utrata wartości	424	528	508	512	472	483	486	500	1 296	1 699	1 972	1 941	1 910	1 877
koszty techniczne i rozliczeń międzyop.	550	457	459	473	468	475	482	483	1 412	2 141	1 939	1 908	1 956	1 995
koszty pracownicze	138	138	131	164	128	145	140	173	422	550	571	586	612	640
koszt własny sprzedanego sprzętu	327	317	331	380	324	322	318	382	925	1 333	1 355	1 345	1 340	1 359
inne koszty	60	84	56	92	71	80	83	89	280	276	292	322	326	330
Usługi kontraktowe	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**	**2Q'17**	**3Q'17**	**4Q'17**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Łączna liczba RGU na koniec okresu, w tym:	12,74	12,88	13,02	13,25	13,34	13,43	13,49	13,59	12,35	12,61	13,25	13,59	13,79	13,93
płatna tv [mln]	4,56	4,63	4,68	4,77	4,79	4,84	4,88	4,94	4,39	4,50	4,77	4,94	4,96	4,96
telefonia komórkowa [mln]	6,54	6,56	6,62	6,73	6,79	6,79	6,80	6,80	6,59	6,52	6,73	6,80	6,86	6,86
Internet [mln]	1,65	1,69	1,72	1,76	1,77	1,80	1,82	1,85	1,37	1,59	1,76	1,85	1,98	2,11
Liczba klientów [mln]	5,89	5,86	5,86	5,88	5,85	5,84	5,84	5,84	6,14	5,92	5,88	5,84	5,82	5,79
RGU / liczba klientów	2,16	2,20	2,22	2,25	2,28	2,30	2,31	2,33	2,01	2,13	2,25	2,33	2,37	2,40
ARPU [PLN]	87,0	88,4	88,6	90,7	89,1	90,3	90,2	92,5	85,6	87,3	88,7	90,5	92,5	94,5

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	9,73	9,73	9,92	10,15	10,37	10,54	10,69	10,84	10,98	11,12
detaliczne (klienci ind + biznesowi)	*5,08*	*6,55*	*6,33*	*6,23*	*6,33*	*6,44*	*6,56*	*6,66*	*6,75*	*6,84*	*6,92*	*7,01*
hurtowe	*1,95*	*2,60*	*2,47*	*2,42*	*2,47*	*2,53*	*2,59*	*2,64*	*2,68*	*2,72*	*2,75*	*2,78*
sprzedaż sprzętu	*0,33*	*0,58*	*0,85*	*0,98*	*1,02*	*1,05*	*1,08*	*1,10*	*1,11*	*1,13*	*1,14*	*1,16*
pozostałe	*0,04*	*0,09*	*0,09*	*0,10*	*0,10*	*0,12*	*0,14*	*0,15*	*0,15*	*0,16*	*0,16*	*0,16*
Koszty	5,98	7,87	8,07	8,03	8,12	8,24	8,33	8,36	8,34	8,33	8,38	8,46
kontentu	1,03	1,07	1,11	1,08	1,12	1,15	1,19	1,20	1,22	1,24	1,25	1,27
dystrybucji, marketingu, obłsuga	0,61	0,80	0,83	0,84	0,86	0,88	0,90	0,91	0,93	0,94	0,96	0,98
amortyzacja i utrata wartości	1,30	1,70	1,97	1,94	1,91	1,88	1,83	1,77	1,66	1,56	1,52	1,50
koszty techniczne i rozliczeń międz.	1,41	2,14	1,94	1,91	1,96	2,00	2,02	2,03	2,04	2,05	2,06	2,07
koszty pracownicze	0,42	0,55	0,57	0,59	0,61	0,64	0,66	0,69	0,71	0,73	0,76	0,79
koszt własny sprzedanego sprzętu	0,93	1,33	1,35	1,35	1,34	1,36	1,41	1,43	1,45	1,47	1,49	1,50
inne koszty	0,28	0,28	0,29	0,32	0,33	0,33	0,33	0,34	0,34	0,34	0,35	0,35
EBITDA	**2,74**	**3,69**	**3,64**	**3,64**	**3,71**	**3,79**	**3,87**	**3,95**	**4,01**	**4,07**	**4,11**	**4,16**
EBIT	1,44	1,99	1,67	1,70	1,80	1,92	2,04	2,18	2,35	2,51	2,60	2,66
Koszty finansowe	1,15	0,66	0,57	0,55	0,45	0,40	0,37	0,33	0,29	0,27	0,25	0,24
Wynik brutto	0,31	1,33	1,03	1,18	1,35	1,51	1,67	1,85	2,06	2,24	2,34	2,42
Podatek	0,02	0,17	0,01	0,12	0,17	0,20	0,25	0,35	0,39	0,42	0,45	0,46
Wynik netto dla akcjonariuszy	**0,29**	**1,16**	**1,02**	**1,06**	**1,18**	**1,31**	**1,42**	**1,50**	**1,67**	**1,81**	**1,90**	**1,96**

Bilans	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Aktywa trwałe razem	23,40	22,26	23,96	23,18	22,41	21,72	21,11	20,70	20,62	20,66	20,77	20,92
Zestawy odbiorcze	0,42	0,37	0,35	0,34	0,31	0,29	0,29	0,28	0,28	0,28	0,29	0,29
RZAT+WNiP	22,32	21,30	22,68	21,87	21,14	20,46	19,86	19,45	19,37	19,42	19,52	19,67
Inne aktywa dł term	0,65	0,59	0,92	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96
Aktywa obrotowe razem	3,98	4,23	3,77	4,34	4,96	5,34	5,26	5,11	5,41	5,56	5,68	5,75
Zapasy	0,30	0,28	0,28	0,27	0,28	0,28	0,29	0,29	0,30	0,30	0,30	0,31
Należności handlowe	1,45	1,62	1,69	1,62	1,65	1,69	1,73	1,76	1,78	1,81	1,83	1,85
Pozostałe aktywa obrotowe	0,49	0,82	0,48	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Środki pieniężne	1,74	1,51	1,33	1,95	2,54	2,87	2,75	2,56	2,84	2,96	3,04	3,09
Aktywa razem	**27,38**	**26,49**	**27,73**	**27,52**	**27,37**	**27,06**	**26,37**	**25,81**	**26,03**	**26,23**	**26,45**	**26,67**
Kapitał własny razem	**9,14**	**10,25**	**11,38**	**12,23**	**13,14**	**13,98**	**14,74**	**15,39**	**16,08**	**16,65**	**17,14**	**17,58**
Zobowiązania razem	**18,24**	**16,24**	**16,35**	**15,29**	**14,23**	**13,08**	**11,63**	**10,42**	**9,95**	**9,58**	**9,31**	**9,09**
Zobowiązania dł term	14,07	7,77	12,67	10,79	9,69	8,49	6,99	5,74	5,24	4,84	4,54	4,29
Zobowiązania %	12,25	6,38	11,16	9,29	8,19	6,99	5,49	4,24	3,74	3,34	3,04	2,79
Inne dł term zobow i rezerwy	1,83	1,40	1,51	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Zobowiązania kr term	4,17	8,47	3,68	4,50	4,54	4,59	4,64	4,68	4,71	4,74	4,77	4,80
Zobowiązania %	1,79	6,01	1,32	2,27	2,27	2,27	2,27	2,27	2,27	2,27	2,27	2,27
Zobowiązania handlowe	1,52	1,49	1,57	1,43	1,46	1,49	1,53	1,55	1,57	1,60	1,62	1,64
Inne kr term zobow i rezerwy	0,85	0,97	0,79	0,80	0,81	0,83	0,84	0,85	0,86	0,87	0,88	0,89
Pasywa razem	**27,38**	**26,49**	**27,73**	**27,52**	**27,37**	**27,06**	**26,37**	**25,81**	**26,03**	**26,23**	**26,45**	**26,67**

CF	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
CF operacyjny	1,97	2,89	2,88	3,33	3,41	3,45	3,48	3,46	3,48	3,50	3,53	3,56
CF inwestycyjny	0,97	-0,73	-1,00	-1,04	-1,01	-1,05	-1,08	-1,21	-1,44	-1,46	-1,48	-1,50
CF finansowy	-1,54	-2,39	-2,07	-1,66	-1,82	-2,07	-2,52	-2,43	-1,77	-1,92	-1,96	-2,01
Środki pieniężne sop	0,34	1,75	1,52	1,34	1,96	2,55	2,88	2,76	2,57	2,85	2,97	3,05
Środki pieniężne eop	1,75	1,52	1,34	1,96	2,55	2,88	2,76	2,57	2,85	2,97	3,05	3,10

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cena [PLN]	26,00	26,00	26,00	26,00	26,00	26,00	26,00	26,00	26,00	26,00	26,00	26,00
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]	16,63	16,63	16,63	16,63	16,63	16,63	16,63	16,63	16,63	16,63	16,63	16,63
EV [mld PLN]	28,92	27,49	27,77	26,23	24,55	23,01	21,64	20,57	19,80	19,28	18,89	18,59
Dług netto [mld PLN]	12,29	10,86	11,14	9,60	7,92	6,38	5,01	3,94	3,17	2,65	2,26	1,97
Dług netto / EBITDA	4,49x	2,95x	3,06x	2,64x	2,13x	1,68x	1,30x	1,00x	0,79x	0,65x	0,55x	0,47x
Dług % [mld PLN]	14,04	12,39	12,48	11,57	10,47	9,27	7,77	6,52	6,02	5,62	5,32	5,07
Gotówka [mld PLN]	1,75	1,52	1,34	1,96	2,55	2,88	2,76	2,57	2,85	2,97	3,05	3,10
EPS [PLN]	0,46	1,82	1,60	1,65	1,84	2,05	2,22	2,34	2,61	2,83	2,97	3,06
BVPS [PLN]	14,29	16,03	17,79	19,12	20,55	21,86	23,05	24,07	25,15	26,03	26,80	27,49
P/E	56,8x	14,3x	16,3x	15,7x	14,1x	12,7x	11,7x	11,1x	10,0x	9,2x	8,8x	8,5x
EV/EBITDA	10,6x	7,5x	7,6x	7,2x	6,6x	6,1x	5,6x	5,2x	4,9x	4,7x	4,6x	4,5x
EV/EBIT	20,0x	13,8x	16,6x	15,5x	13,6x	12,0x	10,6x	9,4x	8,4x	7,7x	7,3x	7,0x
P/BV	1,8x	1,6x	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x	0,9x
P/CE	10,5x	5,8x	5,6x	5,5x	5,4x	5,2x	5,1x	5,1x	5,0x	4,9x	4,9x	4,8x
EV/S	3,9x	2,8x	2,9x	2,7x	2,5x	2,3x	2,1x	2,0x	1,9x	1,8x	1,7x	1,7x
Dywidenda [mln PLN]	102,90	0,00	0,00	204,65	264,06	470,66	654,12	851,82	974,39	1249,67	1403,83	1519,16
DPS [PLN]	0,16	0,00	0,00	0,32	0,41	0,74	1,02	1,33	1,52	1,95	2,20	2,38
Payout ratio (1-t)	20%	0%	0%	20%	25%	40%	50%	60%	65%	75%	78%	80%
DYield	0,6%	0,0%	0,0%	1,2%	1,6%	2,8%	3,9%	5,1%	5,9%	7,5%	8,4%	9,1%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
RGU eop, w tym:	12,35	12,61	13,25	13,59	13,79	13,93	14,00	14,05	14,08	14,11	14,14	14,17
Płatna tv	*4,39*	*4,50*	*4,77*	*4,94*	*4,96*	*4,96*	*4,96*	*4,96*	*4,95*	*4,94*	*4,93*	*4,92*
Telefonia komórkowa	*6,59*	*6,52*	*6,73*	*6,80*	*6,86*	*6,86*	*6,83*	*6,79*	*6,76*	*6,72*	*6,70*	*6,67*
Internet	*1,37*	*1,59*	*1,76*	*1,85*	*1,98*	*2,11*	*2,21*	*2,30*	*2,38*	*2,45*	*2,52*	*2,58*
Liczba klientów eop	6,14	5,92	5,88	5,84	5,82	5,79	5,77	5,74	5,72	5,70	5,68	5,66
RGU / liczba klientów	2,01	2,13	2,25	2,33	2,37	2,40	2,43	2,45	2,46	2,48	2,49	2,50
ARPU [PLN]	85,6	87,3	88,7	90,5	92,5	94,5	96,4	98,2	99,9	101,6	103,2	104,7

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
Zastępca Dyrektora Wydziału
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	**28,49**	**akumuluj**	**26,36**	**15.05.2017**	**13:12 CEST**	**26**	**61 607**
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 2Q'17:

Kupuj	1	13%
Akumuluj	4	50%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	3	38%
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 15.05.2017 roku o godzinie 13:12 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 18.05.2017 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 15.05.2017 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.