

wtorek, 13 września 2016 | aktualizacja raportu

# Cyfrowy Polsat: redukuje (obniżona)

CPS PW; CPS.WA | TMT, Polska

## Stagnacja na wynikach, niska dywidenda i strategiczne zagrożenia na horyzoncie

Akcje Cyfrowego Polsatu zanotowały blisko 16% wzrost kursu od początku roku, wyprzedzając szeroki rynek o 17%. W ten sposób dyskonto na wskaźniku EV/EBITDA do MSCI Telecoms Europe rządu 7% zmieniło się w 18% premię, a dyskonto do MSCI Media Europe spadło z 36% do 25%. W chwili obecnej spółka jest notowana na EV/EBITDA'16 = 7,5x, tj. z ponad 9% premią do grupy porównywalnej. Premia nie jest uzasadniona biorąc pod uwagę tempo wzrostu wyników grupy porównawczej (tj. +2% na linii EBITDA w 2016 r. vs. -4% CPS), jak i poziom wypłacanej dywidendy nawet w dłuższej perspektywie (DYield'18 = 5,0% vs. 2,2% CPS). Podkreślamy też brak zapowiadanych cięć kosztów, widoczny w wynikach za 2Q'16, który jest zakładany przez konsensus na przyszłe lata. Ze strategicznego punktu widzenia: na terenach mało zurbanizowanych Cyfrowy będzie napotykać konkurencję ze strony trzech pozostałych operatorów komórkowych, którzy w szybkim tempie budują pokrycie na zdobytych w arcydrogiej aukcji pasmach z zakresu 800 MHz. Z kolei inwestycje Orange Polska, Netii i UPC w szybkie sieci szerokopasmowe, przy wparciu nowego szefa UKE, stanowią naszym zdaniem duże ryzyko w zakresie klientów z miast >20 tys. mieszkańców. Strategiczną opcją dla Cyfrowego Polsatu byłoby przejście operatora stacjonarnego, jednak spółka ma nieco związane ręce przez duże zadłużenie. Obniżamy zalecenie inwestycyjne dla akcji Cyfrowego Polsatu do redukuje z trzymaj i obniżamy poziom ceny docelowej do 21,80 PLN z 22,10 PLN.

### Spadkowe trendy widoczne w 2Q'16

W 2Q'16 segment usług dla klientów wygenerował EBITDA niższy 9% R/R, a wynik segmentu TV był 35% wyższy R/R. Jednak po korekcie o (1) oferowanie darmowego dostępu do transmisji EURO'16 dla nowych klientów i (2) jednorazową sprzedaż praw do meczów dla TVP, dynamika EBITDA w poszczególnych segmentach wyniosłaby odpowiednio ok. -7% i ok. 0%. Podtrzymujemy zdanie, że trzon biznesu Cyfrowego, czyli DTH i telekom notuje spadki wyników. Z kolei perspektywy dla drugiego segmentu pogorszyły się: zarówno prezes Telewizji Polsat, jak i zarząd Agory ściśle prognozy wzrostu reklamy TV na 2016 r. do ok. 3% R/R z ok. 5% R/R.

### Rozwój sieci szerokopasmowych to duże ryzyko

Marcin Cichy, nowy prezes UKE, wskazał nastawienie na rozwój usług szerokopasmowych w Polsce. Powinno to wspierać inwestycje operatorów: (1) Orange Polska chce osiągnąć 3,5 mln gospodarstw domowych podłączonych, (2) Netia chce z kolei mieć 2,6 mln podłączonych gospodarstw. Także UPC zapowiedziało 4 mld PLN na inwestycje w sieć, czym chce zwiększyć zasięg z 3 do 6 mln gospodarstw domowych. Rozwój sieci stacjonarnych stanowi naszym zdaniem ryzyko dla Cyfrowego Polsatu. Spółka posiada ok. 34% klientów DTH na terenach miast z ludnością powyżej 20 tys. oraz ok. 48% klientów sieci komórkowej na tym terenie. Rozpowszechnianie usług konwergentnych typowych dla operatorów kablowych (Internet stacjonarny + TV + dodatkowe usługi) na terenie mniejszych miast wpłynie na deteriorację bazy klientów Cyfrowego Polsatu.

| (mIn PLN)    | 2014  | 2015  | 2016P | 2017P | 2018P |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody    | 9 760 | 9 823 | 9 686 | 9 625 | 9 714 |
| EBITDA       | 2 738 | 3 685 | 3 551 | 3 501 | 3 514 |
| marża EBITDA | 28,1% | 37,5% | 36,7% | 36,4% | 36,2% |
| EBIT         | 1 442 | 1 986 | 1 717 | 1 776 | 1 892 |
| Zysk netto   | 292   | 1 163 | 911   | 1 042 | 1 229 |
| DPS          | 0,16  | 0,00  | 0,00  | 0,36  | 0,54  |
| P/E          | 53,0  | 13,3  | 17,0  | 14,9  | 12,6  |
| P/CE         | 9,8   | 5,4   | 5,7   | 5,6   | 5,4   |
| P/BV         | 1,7   | 1,5   | 1,4   | 1,3   | 1,2   |
| EV/EBITDA    | 10,2  | 7,2   | 7,5   | 7,2   | 6,9   |
| DYield       | 0,7%  | 0,0%  | 0,0%  | 1,5%  | 2,2%  |

|                               |               |
|-------------------------------|---------------|
| Cena bieżąca                  | 24,25 PLN     |
| Cena docelowa                 | 21,80 PLN     |
| Kapitalizacja                 | 15,51 mld PLN |
| Free float                    | 5,20 mld PLN  |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 18,23 mln PLN |

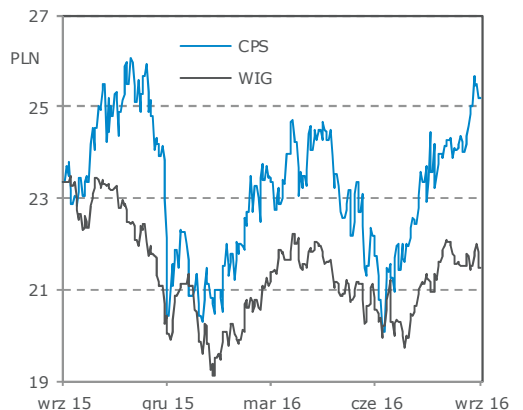
### Struktura akcjonariatu

|                    |        |
|--------------------|--------|
| Zygmunt Solorz-Żak | 57,89% |
| Heronim Ruta       | 8,59%  |
| Pozostali          | 33,52% |

### Profil spółki

Grupa CPS jest wiodącą grupą medialną w Polsce, w skład której wchodzi największa w Polsce i czwarta co do wielkości w Europie platforma satelitarna (>3,5 mln użytkowników) oraz Telewizja Polsat – wiodący nadawca komercyjny w Polsce z oglądalnością na poziomie 25,2% w 3Q'15. W roku 2014 CPS zakończył proces akwizycji spółki Polkomtel, jednego z głównych polskich operatorów sieci cyfrowej telefonii komórkowej z zasięgiem na poziomie 96% kraju.

### Kurs akcji CPS na tle WIG



| Spółka         | Cena docelowa |       | Rekomendacja |         |
|----------------|---------------|-------|--------------|---------|
|                | nowa          | stara | nowa         | stara   |
| Cyfrowy Polsat | 21,80         | 22,10 | redukuje     | trzymaj |

| Spółka         | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|----------------|--------------|---------------|------------------|
| Cyfrowy Polsat | 24,25        | 21,80         | -10,1%           |

| Zmiana prognoz od ostatniego raportu | 2016P  | 2017P | 2018P |
|--------------------------------------|--------|-------|-------|
| Przychody                            | -2,2%  | -2,7% | -3,5% |
| EBITDA                               | +1,1%  | +3,7% | +8,9% |
| FCF                                  | -22,9% | -7,1% | -3,0% |

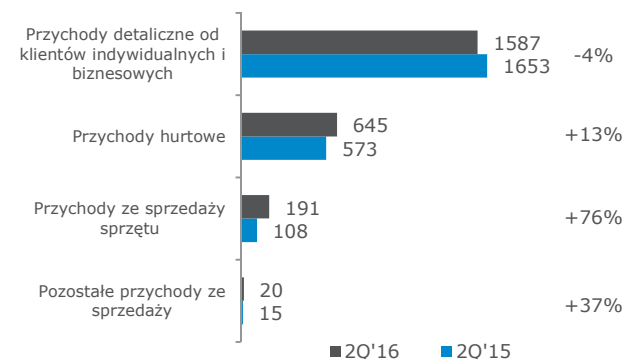
### Analityk:

Paweł Szpigel  
+48 22 438 24 06  
pawel.szpigel@mbank.pl

## Wyniki za 2Q'16

W 2Q'16 przychody Grupy Polsat w 2Q'16 vs. przychody pro-forma w 2Q'15 wzrosły o 4,0% R/R do poziomu 2 443 mln PLN. W rozbiciu szczegółowym widzimy aż 13% wzrost na przychodach hurtowych (wpływ EURO 2016) oraz wzrost na sprzedaży sprzętu (+76% R/R). Przychody detaliczne, czyli główny trzon biznesu Cyfrowego, odnotowały spadek w tempie 4% R/R vs. wyniki proforma (podobne tempo spadku jak w 1Q'16).

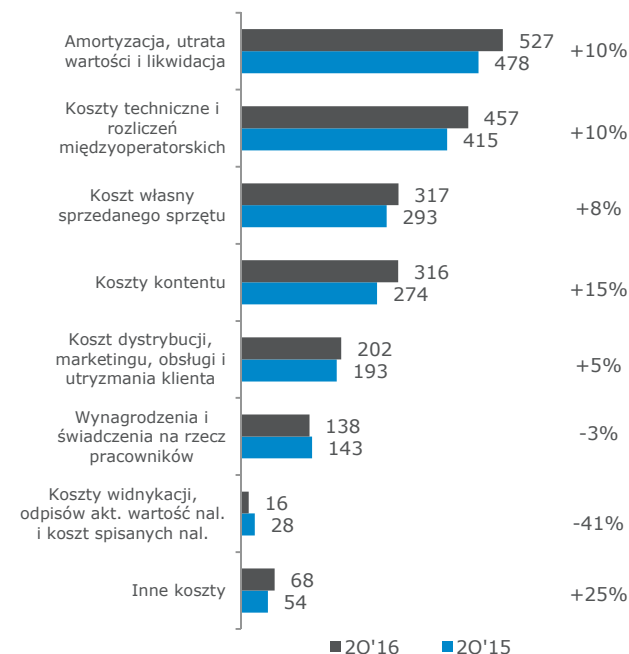
### Dynamika przychodów w 2Q'16 (mln PLN)



Źródło: Cyfrowy Polsat, Dom Maklerski mBanku

W 2Q'16 Cyfrowy nie dostarczył powodów do zakładania istotnego cięcia kosztów w kolejnych kwartałach. Koszty operacyjne w 2Q'16 wzrosły R/R w porównaniu do kosztów pro-forma w 2Q'15 o 8,7% do poziomu 2 042 mln PLN. Na ich wysokość miały wpływ w głównej mierze: wyższe koszty amortyzacji, głównie w wyniku ujęcia w 2Q'16 kosztów amortyzacji koncesji telekomunikacyjnych należących do Grupy Midas za marzec 2016 r. (wstępne PPA) oraz efekt niższej bazy w 2Q'15 wynikającej ze zmiany okresu użytkowania znaku Plus, koszty techniczne będące pod wpływem wzrostu kosztów IC, wzrost kosztów własnych sprzedanego sprzętu oraz wzrost kosztów kontentu w związku z EURO 2016. Baza kosztowa bez amortyzacji byłaby wyższa o 9% R/R.

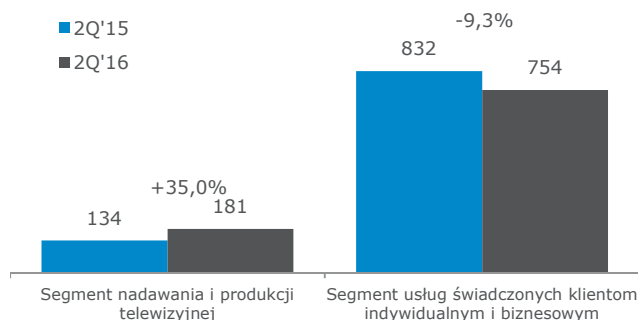
### Dynamika kosztów operacyjnych w 2Q'16 (mln PLN)



Źródło: Cyfrowy Polsat, Dom Maklerski mBanku

Wynik EBITDA w 2Q'16 wyniósł 935 mln PLN i był niższy o 3,1% vs. wynik proforma w 2Q'15. W rozbiciu segment usług świadczonych klientom indywidualnym i biznesowym wygenerował wynik EBITDA równy 754 mln PLN, tj. 9% niższy R/R. Z kolei zysk EBITDA w segmencie nadawania i produkcji TV był 35% wyższy R/R vs. proforma i wyniósł 181 mln PLN.

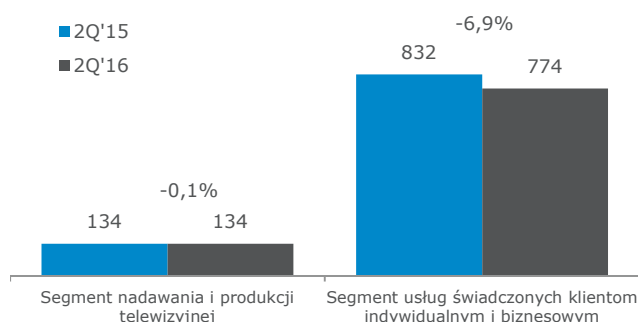
### Dynamika wyniku EBITDA w 2Q'16 (mln PLN)



Źródło: Cyfrowy Polsat, Dom Maklerski mBanku

Aby właściwie zobrazować trendy na wynikach Cyfrowego Polsatu powinniśmy uwzględnić dwa fakty: (1) zaniżony wynik EBITDA segmentu usług dla klientów indywidualnych i biznesowych przez oferowanie klientom darmowego dostępu do transmisji meczy EURO'16, za który segment ten musiał zapłacić do części TV, który szacujemy na ok. 20 mln PLN oraz (2) wynik na sprzedaży praw do transmisji meczy dla Telewizji Polskiej, który szacujemy na ok. 27 mln PLN. Po uwzględnieniu powyższych zdarzeń dynamika wyniku EBITDA w segmencie klientów detalicznych i biznesowych byłaby na poziomie ok. -7%, a w segmencie telewizyjnym na poziomie ok. 0% (co przy okazji obrazuje jak ciężko jest wygenerować zyski na transmisji wydarzeń sportowych typu EURO'16).

### Dynamika wyniku EBITDA po korektach w 2Q'16 (mln PLN)



Źródło: Cyfrowy Polsat, Dom Maklerski mBanku

Podtrzymujemy zatem zdanie, że trzon biznesu Cyfrowego, czyli połączenie DTH i operatora telekomunikacyjnego notuje spadki generowanych wyników. Wzrostowy pozostaje biznes telewizyjny, który generuje ok. 15% wyniku. Jednak zwracamy uwagę, że perspektywy rynku reklamy TV na resztę 2016 roku, zarówno prezes Telewizji Polsat, jak i Agora ścięły prognozy wzrostu reklamy TV do ok. 3% R/R z poziomu ok. 5% R/R. Na kondycję reklamy TV negatywnie wpłynął mniejszy popyt na reklamę od sektora finansowego (prezes Wirtualnej Polski mówił na konferencji, że spadki sięgają nawet 20%).

## Korekta prognoz Agory na rynek reklamy po 2Q'16

|           | luty 2016 | sierpień 2016 |   |
|-----------|-----------|---------------|---|
| rynek     | 3-5%      | 2-4%          | ▼ |
| internet  | 8-10%     | 8-10%         | - |
| telewizja | 4-6%      | 2-4%          | ▼ |
| radio     | 3-5%      | 3-5%          | - |
| outdoor   | 2-4%      | 3-6%          | ▲ |
| kino      | 4-6%      | 4-6%          | - |
| dzienniki | (12)-(9)% | (19)-(16)%    | ▼ |
| magazyny  | (10)-(7)% | (10)-(7)%     | - |

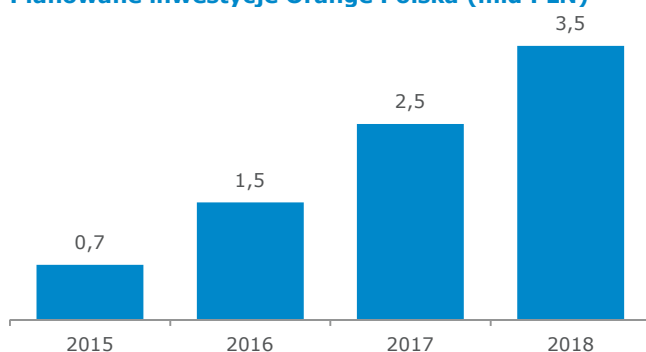
Źródło: Agora, Dom Maklerski mBanku

Skorygowany LTM FCF pro-forma po odsetkach za 2Q'16 wyniósł 683 mln PLN. Jednocześnie wynik LTM osiągnął poziom 1 404 mln PLN (wzrost R/R o 7,4%), osiągając górną granicę dotychczasowego guidance spółki (1,2-1,4 mld PLN). Dług netto/EBITDA na koniec 2Q'16 wyniósł 3,32x.

## Rozwój szybkich sieci stacjonarnych i wsparcie regulatora

Marcin Cichy został następcą Magdaleny Gaj na stanowisku prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej. Cichy podał, że jednym z celów, które sobie stawia w kadencji 2016-2021, jest zahamowanie spadku rynku detalicznego (w jego ocenie spadek sięgnął w ciągu czterech ok. 3,5 mld PLN). Przyczyną jest wciąż niska penetracja usługami szerokopasmowymi, będąca konsekwencją niezadowalającego stanu infrastruktury, na co od lat zwraca Polsce uwagę Komisja Europejska. Cichy wskazał na inwestycje infrastrukturalne i na zamiar wypełnienia zadań nałożonych przez Narodowy Plan Szerokopasmowy. Cichy chce zmienić nieefektywne wykorzystanie i niewystarczającą optymalizację istniejących sieci. Nastawienie regulatora powinno wspierać zapowiedziane inwestycje operatorów: (1) Orange Polska zapowiedziało osiągnięcie 3,5 mln gospodarstw domowych podłączonych, (2) Netia chce z kolei mieć w 2020 r. 2,6 mln połączonych gospodarstw. Także UPC zapowiedziało 4 mld PLN inwestycje w ciągu 5 lat w sieci. W ten sposób UPC chce zwiększyć zasięg sieci z 3 do 6 mln gosp. dom.

## Planowane inwestycje Orange Polska (mld PLN)



Źródło: Orange Polska, Dom Maklerski mBanku

Rozwój stacjonarnych sieci internetowych stanowi naszym zdaniem ryzyko dla Cyfrowego Polsatu. Spółka posiada ok. 34% klientów DTH na terenach miast z ludnością powyżej 20 tys. oraz ok. 48% klientów sieci komórkowej na tym terenie. Rozpowszechnianie usług konwergentnych typowych dla operatorów kablowych w dużych miastach (Internet stacjonarny + TV + dodatkowe usługi) na terenie mniejszych miast może wpłynąć na deteriorację bazy klientów.

## Planowane inwestycje Netii

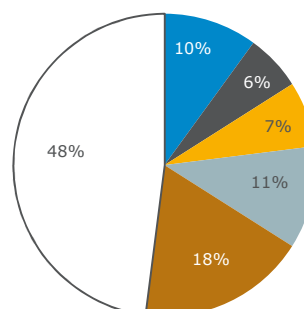
| (tys. gospodarstw domowych) | razem        | Netia dziś   |             |            | Netia 2020<br>100+ Mbps |
|-----------------------------|--------------|--------------|-------------|------------|-------------------------|
|                             |              | 0-30 Mbps    | 30-100 Mbps | 100+ Mbps  |                         |
| miedz                       | 1 408        | 753          | 655         | 0          | tylko dla PSTN          |
| FTTB - ETTH                 | 592          | 350          | 0           | 242        | 592                     |
| FTTH - PON                  | 165          | 0            | 0           | 165        | 1 573                   |
| CATV                        | 385          | 0            | 0           | 385        | 385                     |
| <b>suma</b>                 | <b>2 550</b> | <b>1 103</b> | <b>655</b>  | <b>792</b> | <b>2 550</b>            |

~56%  
(NGA > 30 Mbps)~100% (NGA  
> 100+ Mbps)

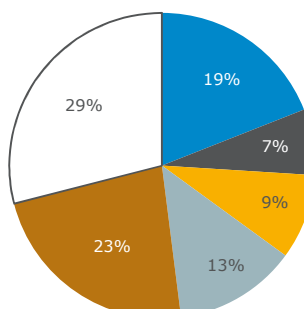
Źródło: Netia, Dom Maklerski mBanku

## Podział klientów Cyfrowego Polsatu ze względu na miejsce zamieszkania

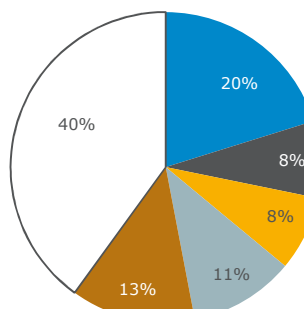
## Klienci DTH



## Klienci Pokomtela



## Rozkład gosp. domowych



■ 200+ tys. ■ 100-199 tys. ■ 50-99 tys. ■ 20-49 tys. ■ &lt;20 tys. □ wieś

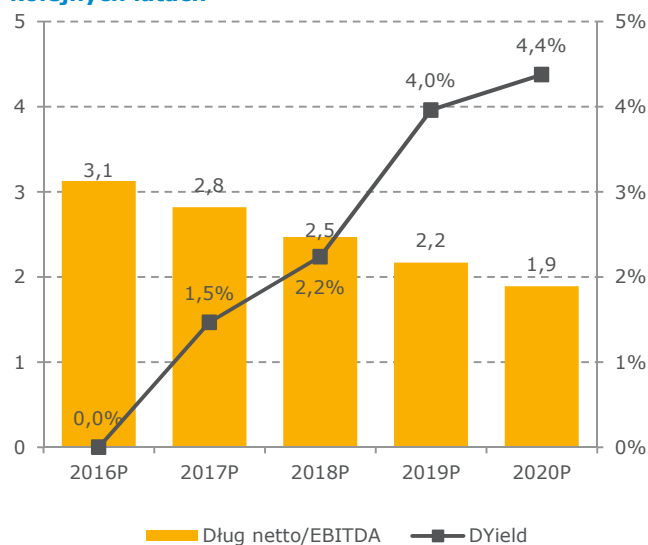
Źródło: Cyfrowy Polsat, Dom Maklerski mBanku

## Dywidenda mimo dużego zadłużenia

Cyfrowy Polsat zobowiązał się w lutym do wypłaty dywidendy począwszy od 2017 r., przy jednoczesnym systematycznym zmniejszaniu zadłużenia netto grupy docelowo do poziomu poniżej 1,75x. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy wypłatę 25% zysku netto wygenerowanego w 2016 r., tj. 0,36 PLN na akcję i stopniowe zwiększanie payout ratio do 50% dwa lata później. Implikowany poziom DYield wynosi 1,5% w 2017 r. i 4,0% w 2019 r. Poziom dywidendy, choć rosnący w szybkim tempie, wypada dość błado w porównaniu w innymi telekomami.

Przy wypłacie dywidendy w opisany powyżej sposób, poziom długu netto/EBITDA utrzymuje się w spółce na dość wysokim poziomie w najbliższych latach: spada poniżej poziomu 2,0x dopiero w 2020 r. Sądzymy, że mocno ogranicza to potencjał M&A Cyfrowego Polsatu i jest to dość ryzykowne w kontekście rosnącego w szybkim tempie pokrycia Polski sieciami stacjonarnymi.

### DYield i dług netto/EBITDA w Cyfrowym Polsacie w kolejnych latach



Źródło: Cyfrowy Polsat, Dom Maklerski mBanku

## Wycena

Wartość spółki cyfrowy Polsat szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Cyfrowy Polsat szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 21,80 PLN.

| (PLN)                   | waga | cena |
|-------------------------|------|------|
| Wycena porównawcza      | 50%  | 20,4 |
| Wycena DCF              | 50%  | 20,5 |
| cena wynikowa           |      | 20,5 |
| cena docelowa za 9 m-cy |      | 21,8 |

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Cyfrowego Polsatu w latach 2H'16-2025.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50%.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wyznaczamy na poziomie 0,0%.
- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan długu netto na koniec 2Q'16, czyli 11,91 mld PLN.

## Model DCF

| (mln PLN)                 | 2H'16P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P  | 2022P  | 2023P  | 2024P  | 2025P  | 2025+  |
|---------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody ze sprzedaży    | 4 879  | 9 686 | 9 625 | 9 714 | 9 824 | 9 929  | 10 047 | 10 172 | 10 301 | 10 434 |        |
| zmiana                    |        | -1,4% | -0,6% | 0,9%  | 1,1%  | 1,1%   | 1,2%   | 1,2%   | 1,3%   | 1,3%   |        |
| EBITDA                    | 1 769  | 3 501 | 3 514 | 3 536 | 3 550 | 3 574  | 3 603  | 3 633  | 3 664  | 3 699  |        |
| marża                     | 36,3%  | 36,1% | 36,5% | 36,4% | 36,1% | 36,0%  | 35,9%  | 35,7%  | 35,6%  | 35,4%  |        |
| EBIT                      | 887    | 1 776 | 1 892 | 2 010 | 2 116 | 2 216  | 2 314  | 2 409  | 2 499  | 2 589  |        |
| marża EBIT                | 18,2%  | 18,3% | 19,7% | 20,7% | 21,5% | 22,3%  | 23,0%  | 23,7%  | 24,3%  | 24,8%  |        |
| Opodatkowanie EBIT        | 168    | 338   | 359   | 382   | 402   | 421    | 440    | 458    | 475    | 492    |        |
| efektywna stopa podatkowa | 19,0%  | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  |        |
| NOPLAT                    | 718    | 1 439 | 1 532 | 1 628 | 1 714 | 1 795  | 1 875  | 1 951  | 2 024  | 2 097  |        |
| Amortyzacja               | 882    | 1 725 | 1 622 | 1 525 | 1 435 | 1 359  | 1 289  | 1 224  | 1 165  | 1 109  |        |
| CAPEX                     | -417   | -962  | -971  | -982  | -993  | -1 054 | -1 067 | -1 081 | -1 094 | -1 109 |        |
| Kapitał obrotowy          | -189   | -348  | -314  | -288  | -265  | -251   | -253   | -254   | -255   | -255   |        |
| FCF                       | 995    | 1 853 | 1 869 | 1 883 | 1 890 | 1 848  | 1 844  | 1 841  | 1 840  | 1 842  | 1 842  |
| WACC                      | 6,9%   | 6,5%  | 6,7%  | 6,8%  | 6,9%  | 7,0%   | 7,3%   | 7,5%   | 7,7%   | 7,9%   | 7,9%   |
| współczynnik dyskonta     | 97,8%  | 91,8% | 86,0% | 80,6% | 75,3% | 70,4%  | 65,6%  | 61,0%  | 56,7%  | 52,5%  | 52,5%  |
| PV FCF                    | 973    | 1 701 | 1 608 | 1 517 | 1 424 | 1 300  | 1 209  | 1 123  | 1 043  | 968    | 12 279 |

|                           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| WACC                      | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  |
| Koszt długu               | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  |
| Stopa wolna od ryzyka     | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  |
| Premia za ryzyko          | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  |
| Efektywna stopa podatkowa | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% |
| Dług netto / EV           | 42,6% | 40,2% | 37,3% | 34,6% | 32,9% | 28,3% | 23,8% | 20,0% | 16,2% | 16,2% | 0,0%  |
| Koszt kapitału własnego   | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  | 8,7%  |
| Premia za ryzyko          | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |
| Beta                      | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   |

|                                              |             |
|----------------------------------------------|-------------|
| Wzrost FCF po okresie prognozy               | 0,0%        |
| Wartość rezydualna (TV)                      | 23 377      |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)     | 12 279      |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy | 12 866      |
| Wartość firmy (EV)                           | 25 145      |
| Dług netto (koniec 2Q'16)                    | 11 914      |
| Inne aktywa nieoperacyjne                    | 0           |
| Udziałowcy mniejszościowi                    | 94,5        |
| Wartość firmy                                | 13 137      |
| Liczba akcji (mln)                           | 639,5       |
| Wartość firmy na akcję (PLN)                 | 20,5        |
| 9-miesięczny koszt kapitału własnego         | 6,5%        |
| <b>Cena docelowa (PLN)</b>                   | <b>21,9</b> |

|                                   |      |
|-----------------------------------|------|
| EV/EBITDA('16) dla ceny docelowej | 7,1  |
| P/E('16) dla ceny docelowej       | 14,4 |
| Udział TV w EV                    | 49%  |

## Analiza wrażliwości

|                | Wzrost FCF w nieskończoności |       |             |      |      |
|----------------|------------------------------|-------|-------------|------|------|
|                | -1,0%                        | -0,5% | 0,0%        | 0,5% | 1,0% |
| WACC +1,0 p.p. | 15,6                         | 16,5  | 17,5        | 18,6 | 19,9 |
| WACC +0,5 p.p. | 17,4                         | 18,4  | 19,6        | 20,9 | 22,3 |
| WACC           | 19,4                         | 20,6  | <b>21,9</b> | 23,4 | 25,1 |
| WACC -0,5 p.p. | 21,6                         | 22,9  | 24,5        | 26,2 | 28,3 |
| WACC -1,0 p.p. | 24,0                         | 25,6  | 27,4        | 29,5 | 32,0 |

## Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy jedynie na wskaźniku EV/EBITDA z następujących względów:

- (1) zysk netto Cyfrowego Polsatu jest zaniżony przez amortyzację związaną z przejęciem przez Polkomtel spółki matki (Spartan).
- (2) EV/EBITDA jest właściwym wskaźnikiem do wyceny spółek z dużymi nakładami inwestycyjnymi, takimi jak telekomunikacyjne, ze względu na różny poziom amortyzacji w spółkach.

W latach 2016, 2017, 2018 przyjmujemy równe wagi. Wskaźnik EV/EBITDA skonstruowaliśmy ważąc mediany wskaźników dla spółek porównywalnych według ilości zysku EBITDA generowanego dla odpowiednich segmentów nowej spółki (w tym wskaźnik dla telekomunikacyjnych skonstruowaliśmy biorąc pod uwagę telekomunikacje zachodnie i telekomunikacje z regionu CEE po 50%).

## Analiza porównawcza

|                                 | EV/EBITDA |       |       | P/E   |       |       |
|---------------------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                 | 2016P     | 2017P | 2018P | 2016P | 2017P | 2018P |
| <b>Spółki telekomunikacyjne</b> |           |       |       |       |       |       |
| BT GROUP PLC                    | 7,5       | 6,2   | 6,1   | 12,2  | 12,8  | 11,9  |
| DEUTSCHE TELEKOM AG-REG         | 5,9       | 5,7   | 5,5   | 16,2  | 14,9  | 13,2  |
| ILIAD SA                        | 7,5       | 6,7   | 6,1   | 27,9  | 23,1  | 19,7  |
| KONINKLIJKE KPN NV              | 7,4       | 7,4   | 7,2   | 28,9  | 27,0  | 22,3  |
| ORANGE                          | 5,0       | 4,9   | 4,8   | 13,1  | 12,5  | 11,9  |
| SWISSCOM AG-REG                 | 7,8       | 7,8   | 7,8   | 16,2  | 16,2  | 16,2  |
| TALKTALK TELECOM GROUP          | 10,0      | 8,2   | 7,1   | 21,5  | 14,2  | 11,2  |
| TDC A/S                         | 6,5       | 6,5   | 6,5   | 13,3  | 13,5  | 12,7  |
| TELE2 AB-B SHS                  | 9,6       | 8,0   | 6,8   | 31,2  | 19,9  | 14,5  |
| TELECOM ITALIA SPA              | 5,8       | 5,7   | 5,5   | 14,4  | 13,9  | 12,4  |
| TELEFONICA SA                   | 7,4       | 7,1   | 6,2   | 14,7  | 12,5  | 10,9  |
| TELEKOM AUSTRIA AG              | 4,4       | 4,4   | 4,3   | 11,7  | 11,5  | 10,6  |
| TELENOR ASA                     | 6,2       | 6,0   | 5,7   | 14,2  | 12,9  | 12,0  |
| VIMPELCOM LTD-SPON ADR          | 3,8       | 3,7   | 3,6   | 15,4  | 11,5  | 9,0   |
| VODAFONE GROUP PLC              | 7,4       | 7,1   | 6,8   | 43,9  | 39,4  | 30,3  |
| (1) Mediana                     | 7,4       | 6,5   | 6,1   | 15,4  | 13,9  | 12,4  |
| ORANGE POLSKA SA                | 4,4       | 4,5   | 4,4   | 64,3  | 107,5 | 38,8  |
| TURK TELEKOMUNIKASYON AS        | 5,5       | 5,1   | 4,8   | 11,1  | 9,6   | 8,3   |
| TURKCELL ILETISIM HIZMET AS     | 5,7       | 5,1   | 4,8   | 10,6  | 9,8   | 9,1   |
| O2 CZECH REPUBLIC AS            | 7,9       | 8,0   | 7,9   | 14,8  | 15,1  | 14,0  |
| MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA    | 4,7       | 4,8   | 4,7   | 14,1  | 13,6  | 12,7  |
| NETIA SA                        | 4,5       | 4,7   | 4,7   | 141,8 | 117,0 | 83,6  |
| HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA    | 3,9       | 3,9   | 3,9   | 16,5  | 14,0  | 12,3  |
| (2) Mediana                     | 5,2       | 5,2   | 5,0   | 39,0  | 40,9  | 25,5  |
| Średnia (1) i (2)               | 6,3       | 5,8   | 5,6   | 27,2  | 27,4  | 18,9  |

## Operatorzy DTH

|                           |      |      |      |       |       |      |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|------|
| COMCAST CORP-CLASS A      | 8,1  | 7,7  | 7,2  | 18,9  | 17,1  | 14,9 |
| SHAW COMMUNICATIONS INC-B | 8,5  | 8,3  | 8,0  | 19,7  | 19,0  | 18,1 |
| COGECO CABLE INC          | 6,3  | 6,2  | 6,0  | 12,6  | 11,7  | 11,1 |
| LIBERTY GLOBAL PLC-A      | 9,6  | 10,1 | 9,5  | 240,4 | 122,9 | 41,0 |
| DISH NETWORK CORP-A       | 10,8 | 11,3 | 11,6 | 16,6  | 18,2  | 19,4 |
| SKY PLC                   | 9,7  | 10,0 | 8,9  | 13,8  | 15,1  | 12,9 |
| Mediana                   | 9,1  | 9,2  | 8,5  | 17,8  | 17,7  | 16,5 |

**Nadawcy telewizyjni**

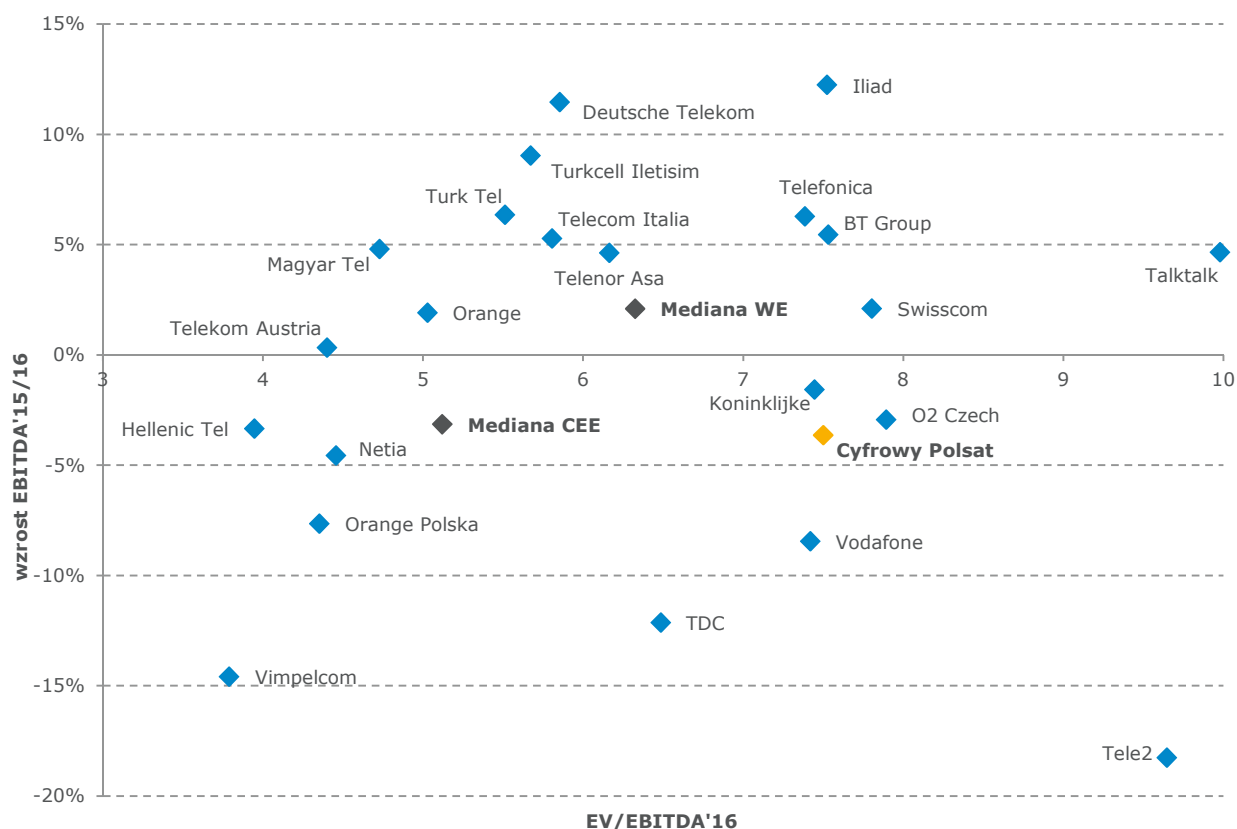
|                              |      |      |     |      |      |      |
|------------------------------|------|------|-----|------|------|------|
| M6-METROPOLE TELEVISION      | 6,7  | 6,3  | 6,0 | 16,3 | 14,9 | 14,5 |
| ITV PLC                      | 9,5  | 9,4  | 9,0 | 11,7 | 11,7 | 11,1 |
| RTL GROUP                    | 9,3  | 8,9  | 8,6 | 14,9 | 14,3 | 13,6 |
| MEDIASET SPA                 | 3,5  | 3,5  | 3,3 | 34,2 | 18,2 | 14,7 |
| PROSIEBEN SAT.1 MEDIA AG-PRF | 10,3 | 9,6  | 9,0 | 15,5 | 14,3 | 13,0 |
| ATRESMEDIA CORP DE MEDIOS DE | 12,2 | 10,8 | 9,7 | 16,4 | 14,3 | 12,9 |
| MODERN TIMES GROUP-B SHS     | 11,0 | 9,5  | 8,9 | 16,0 | 13,7 | 12,7 |
| TELEVISION FRANCAISE (T.F.1) | 8,3  | 6,3  | 6,8 | 24,2 | 15,9 | 17,5 |
| Mediana                      | 9,4  | 9,2  | 8,7 | 16,1 | 14,3 | 13,3 |

**Średni ważony wskaźnik**

|                   |            |            |            |             |             |             |
|-------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                   | <b>6,8</b> | <b>6,5</b> | <b>6,2</b> | <b>22,8</b> | <b>22,6</b> | <b>16,7</b> |
| Cyfrowy Polsat    | 7,5        | 7,2        | 6,9        | 17,0        | 14,9        | 12,6        |
| premia / dyskonto | 9,4%       | 11,2%      | 11,5%      | -25,2%      | -34,1%      | -24,6%      |

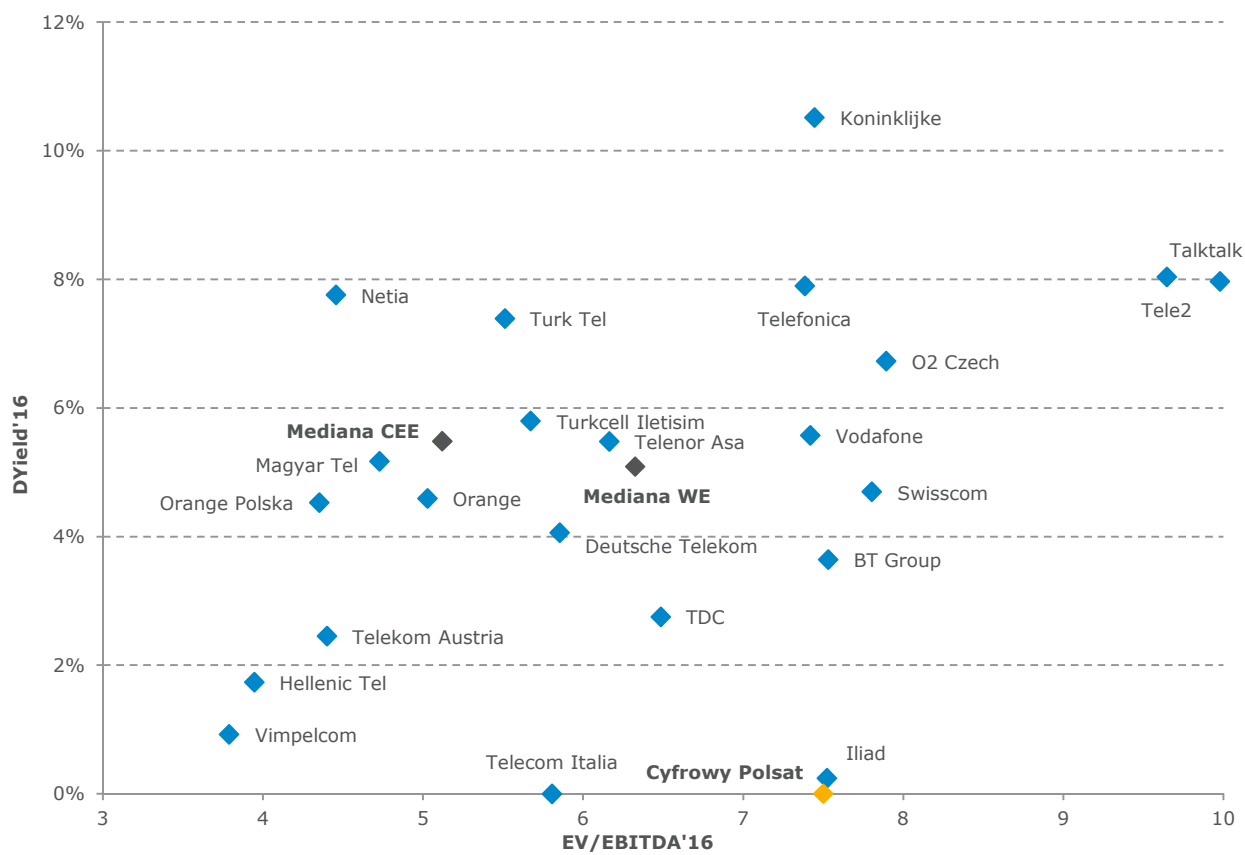
**Implikowana wycena**

|                      |       |       |       |      |      |      |
|----------------------|-------|-------|-------|------|------|------|
| Wycena 1 akcji (PLN) | 20,6  | 20,2  | 20,3  | 32,4 | 36,8 | 32,2 |
| Waga wskaźnika       | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

**Wartość firmy na akcję (PLN)****20,4****EV/EBITDA'16 vs. wzrost wyniku EBITDA w 2016 dla Cyfrowego Polsatu i telekomów**

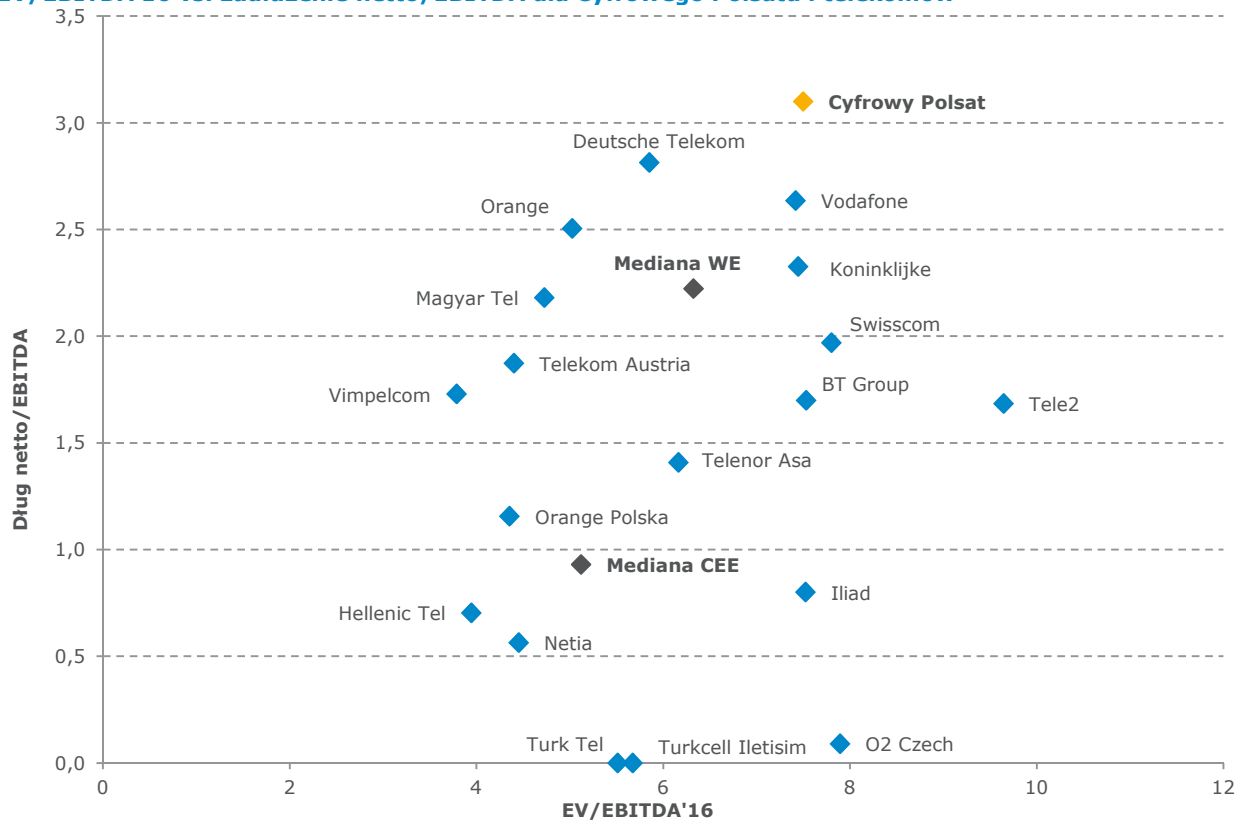
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## EV/EBITDA'16 vs. DYield'16 dla Cyfrowego Polsatu i telekomów



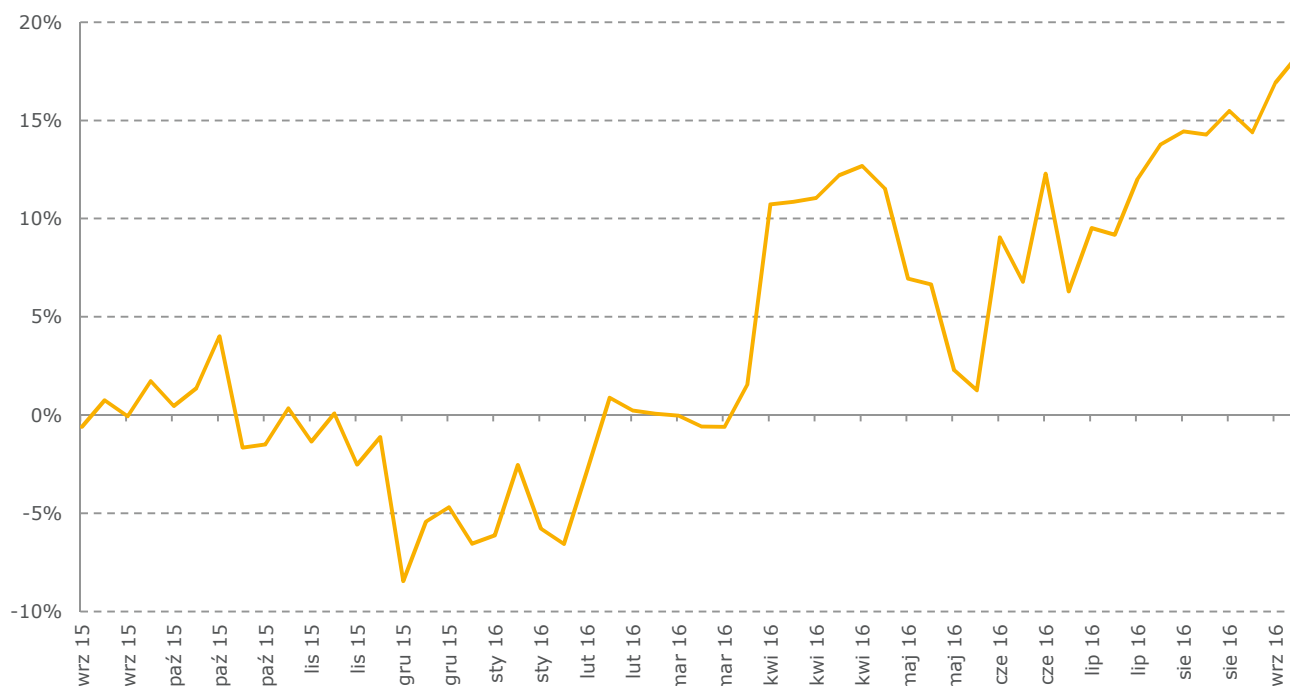
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## EV/EBITDA'16 vs. zadłużenie netto/EBITDA dla Cyfrowego Polsatu i telekomów



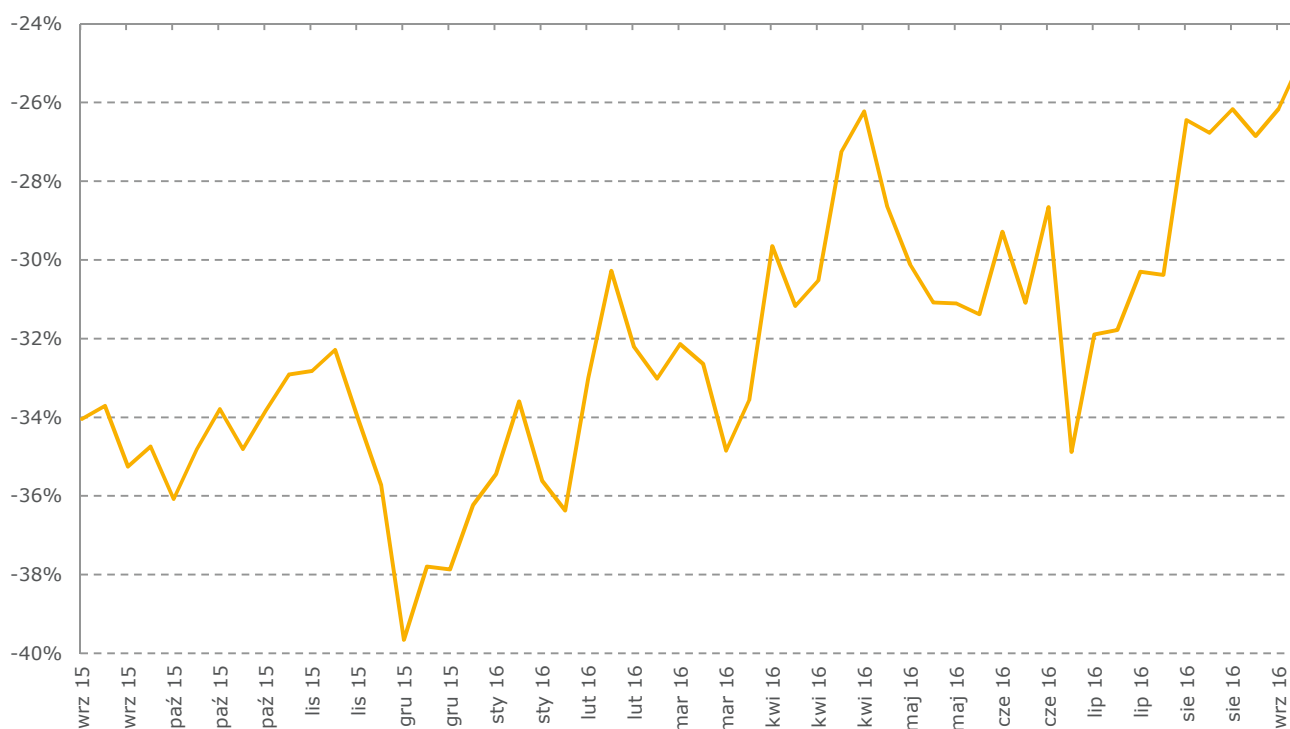
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Dyskonto/premia do MSCI Europe Telecoms na EV/EBITDA



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Dyskonto/premia do MSCI Europe Media na EV/EBITDA



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

**Rachunek wyników**

| (mln PLN)                                       | 2014         | 2015         | 2016P        | 2017P        | 2018P        | 2019P        | 2020P        |
|-------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody ze sprzedaży                          | 9 760        | 9 823        | 9 686        | 9 625        | 9 714        | 9 824        | 9 929        |
| zmiana                                          |              | 0,6%         | -1,4%        | -0,6%        | 0,9%         | 1,1%         | 1,1%         |
| Przychody detaliczne od klientów                | 5 085        | 6 553        | 6 307        | 6 218        | 6 202        | 6 220        | 6 251        |
| Przychody hurtowe                               | 1 954        | 2 597        | 2 442        | 2 386        | 2 423        | 2 462        | 2 502        |
| Przychody ze sprzedaży sprzętu                  | 327          | 583          | 847          | 932          | 997          | 1 047        | 1 078        |
| Pozostałe przychody ze sprzedaży                | 44           | 90           | 90           | 90           | 92           | 95           | 98           |
| Koszty kontentu                                 | 1 030        | 1 066        | 1 144        | 1 152        | 1 186        | 1 222        | 1 258        |
| Koszty dystrybucji, marketingu, obsługi klienta | 613          | 803          | 835          | 845          | 848          | 857          | 867          |
| Amortyzacja, utrata wartości i likwidacja       | 1 296        | 1 699        | 1 834        | 1 725        | 1 622        | 1 525        | 1 435        |
| Koszty techniczne i rozliczeń międzyoper.       | 1 413        | 2 141        | 1 920        | 1 857        | 1 873        | 1 889        | 1 905        |
| Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze         | 422          | 550          | 551          | 573          | 590          | 608          | 626          |
| Koszt własny sprzedanego sprzętu                | 925          | 1 333        | 1 423        | 1 422        | 1 426        | 1 432        | 1 439        |
| Koszty windykacji, odpisów aktualizujących      | 68           | 63           | 42           | 42           | 42           | 42           | 43           |
| Inne koszty                                     | 212          | 214          | 233          | 233          | 235          | 238          | 240          |
| Pozostałe przychody / koszty operacyjne, netto  | 10           | 31           | 13           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>EBIT</b>                                     | <b>1 442</b> | <b>1 986</b> | <b>1 717</b> | <b>1 776</b> | <b>1 892</b> | <b>2 010</b> | <b>2 116</b> |
| marża                                           | 14,8%        | 20,2%        | 17,7%        | 18,5%        | 19,5%        | 20,5%        | 21,3%        |
| <b>EBITDA</b>                                   | <b>2 738</b> | <b>3 685</b> | <b>3 551</b> | <b>3 501</b> | <b>3 514</b> | <b>3 536</b> | <b>3 550</b> |
| marża                                           | 28,1%        | 37,5%        | 36,7%        | 36,4%        | 36,2%        | 36,0%        | 35,8%        |
| Zyski i straty z działalności inwestycyjnej     | 15           | 9            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Koszty finansowe                                | -1 146       | -665         | 490          | 374          | 334          | 311          | 269          |
| Jednostki wyceniane metodą praw własności       | 3            | 3            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Zysk brutto</b>                              | <b>314,2</b> | <b>108,1</b> | <b>1 091</b> | <b>1 287</b> | <b>1 518</b> | <b>1 676</b> | <b>1 805</b> |
| marża                                           | 3,2%         | 1,1%         | 11,3%        | 13,4%        | 15,6%        | 17,1%        | 18,2%        |
| Podatek                                         | -22          | -169         | -180         | -244         | -288         | -318         | -343         |
| Zyski mniejszości                               | 0            | 0            | -4           | 36           | 36           | 36           | 36           |
| <b>Zysk netto</b>                               | <b>292</b>   | <b>1 163</b> | <b>911</b>   | <b>1 042</b> | <b>1 229</b> | <b>1 358</b> | <b>1 462</b> |
| marża                                           | 3,0%         | 11,8%        | 9,4%         | 10,8%        | 12,7%        | 13,8%        | 14,7%        |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)               | 639,5        | 639,5        | 639,5        | 639,5        | 639,5        | 639,5        | 639,5        |
| EPS                                             | 0,46         | 1,82         | 1,42         | 1,63         | 1,92         | 2,12         | 2,29         |
| CEPS                                            | 2,48         | 4,48         | 4,29         | 4,33         | 4,46         | 4,51         | 4,53         |
| ROAE                                            | 3,2%         | 12,0%        | 8,5%         | 8,9%         | 9,8%         | 10,2%        | 10,4%        |
| ROAA                                            | 1,1%         | 4,3%         | 3,3%         | 3,8%         | 4,7%         | 5,3%         | 5,8%         |

## Bilans

| (mln PLN)                                             | 2014   | 2015   | 2016P  | 2017P  | 2018P  | 2019P  | 2020P  |
|-------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| AKTYWA                                                | 27 339 | 26 490 | 28 136 | 26 400 | 25 856 | 25 370 | 24 922 |
| Majątek trwały                                        | 23 356 | 22 261 | 23 904 | 23 143 | 22 494 | 21 952 | 21 511 |
| Zestawy odbiorcze                                     | 421    | 371    | 353    | 353    | 353    | 353    | 353    |
| Inne rzeczowe aktywa trwałe                           | 2 715  | 2 549  | 2 735  | 2 471  | 2 275  | 2 145  | 2 079  |
| Wartość firmy                                         | 10 585 | 10 606 | 10 975 | 10 975 | 10 975 | 10 975 | 10 975 |
| Relacje z klientami                                   | 4 256  | 3 639  | 3 117  | 2 686  | 2 280  | 1 899  | 1 540  |
| Marki                                                 | 2 086  | 2 081  | 2 069  | 2 069  | 2 069  | 2 069  | 2 069  |
| Inne wartości niematerialne                           | 2 591  | 2 422  | 3 854  | 3 788  | 3 739  | 3 707  | 3 690  |
| Pozostałe                                             | 702    | 594    | 801    | 802    | 803    | 804    | 805    |
| Majątek obrotowy                                      | 3 983  | 4 229  | 4 232  | 3 257  | 3 362  | 3 418  | 3 411  |
| Krótkoterminowe aktywa programowe                     | 152    | 192    | 196    | 197    | 199    | 200    | 201    |
| Zapasy                                                | 301    | 281    | 286    | 288    | 291    | 292    | 294    |
| Należności z tyt. dostaw i usług oraz poz. należności | 1 453  | 1 619  | 1 719  | 1 832  | 1 914  | 1 969  | 2 000  |
| Pozostałe                                             | 340    | 625    | 284    | 284    | 284    | 284    | 284    |
| Środki pieniężne                                      | 1 735  | 1 512  | 1 747  | 656    | 674    | 672    | 632    |

| (mln PLN)      | 2014   | 2015   | 2016P  | 2017P  | 2018P  | 2019P  | 2020P  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PASYWA         | 27 339 | 26 490 | 28 136 | 26 400 | 25 856 | 25 370 | 24 922 |
| Kapitał własny | 9 078  | 10 250 | 11 288 | 12 102 | 12 984 | 13 727 | 14 510 |

|                                           |        |       |        |        |       |       |       |
|-------------------------------------------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Zobowiązania długoterminowe               | 14 093 | 7 774 | 13 199 | 10 762 | 9 445 | 8 328 | 7 211 |
| Zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek | 7 684  | 5 380 | 9 752  | 7 432  | 6 232 | 5 232 | 4 232 |
| Zobowiązania z tytułu obligacji           | 4 550  | 975   | 1 795  | 1 795  | 1 795 | 1 795 | 1 795 |
| Zobowiązania z tytułu koncesji UMTS       | 750    | 653   | 570    | 453    | 336   | 219   | 102   |
| Zobowiązania z tytułu OPD                 | 909    | 616   | 889    | 889    | 889   | 889   | 889   |
| Inne zobowiązania                         | 201    | 150   | 193    | 193    | 193   | 193   | 193   |

|                                                   |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Zobowiązania krótkoterminowe                      | 4 167 | 8 467 | 3 649 | 3 536 | 3 426 | 3 314 | 3 200 |
| Zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek         | 1 323 | 1 231 | 1 251 | 1 251 | 1 251 | 1 251 | 1 251 |
| Zobowiązania z tytułu obligacji                   | 464   | 4 777 | 42    | 42    | 42    | 42    | 42    |
| Zobowiązania z tytułu koncesji UMTS               | 117   | 117   | 123   | 117   | 117   | 117   | 117   |
| Zob. z tyt. dostaw i usług oraz poz. zobowiązania | 1 523 | 1 485 | 1 511 | 1 405 | 1 295 | 1 183 | 1 069 |
| Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego         | 48    | 176   | 39    | 39    | 39    | 39    | 39    |
| Przychody przyszłych okresów                      | 684   | 676   | 677   | 677   | 677   | 677   | 677   |
| Pozostałe                                         | 8     | 4     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |

|                               |        |        |        |        |       |       |       |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Dług                          | 14 021 | 12 363 | 12 841 | 10 521 | 9 321 | 8 321 | 7 321 |
| Dług netto                    | 12 285 | 10 851 | 11 094 | 9 865  | 8 647 | 7 648 | 6 689 |
| (Dług netto / Kapitał własny) | 1,4    | 1,1    | 1,0    | 0,8    | 0,7   | 0,6   | 0,5   |
| (Dług netto / EBITDA)         | 4,5    | 2,9    | 3,1    | 2,8    | 2,5   | 2,2   | 1,9   |
| BVPS                          | 14,2   | 16,0   | 17,6   | 18,9   | 20,3  | 21,5  | 22,7  |

### Przepływy pieniężne

| (mln PLN)                           | 2014   | 2015   | 2016P  | 2017P  | 2018P  | 2019P  | 2020P  |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przepływy operacyjne                | 1 974  | 2 888  | 2 849  | 2 909  | 2 911  | 2 929  | 2 942  |
| Zysk netto                          | 293    | 1 163  | 911    | 1 042  | 1 229  | 1 358  | 1 462  |
| Amortyzacja                         | 1 296  | 1 699  | 1 834  | 1 725  | 1 622  | 1 525  | 1 435  |
| Odsetki                             | 604    | 764    | 539    | 490    | 374    | 334    | 311    |
| Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe | -218   | -739   | -435   | -348   | -314   | -288   | -265   |
| Przepływy inwestycyjne              | 973    | -727   | -1 282 | -962   | -971   | -982   | -993   |
| CAPEX                               | -335   | -583   | -867   | -962   | -971   | -982   | -993   |
| Pozostałe                           | 1 308  | -144   | -415   | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Przepływy finansowe                 | -1 543 | -2 387 | -1 334 | -3 037 | -1 921 | -1 949 | -1 990 |
| Zmiana długu                        | -563   | -1 402 | -483   | -2 320 | -1 200 | -1 000 | -1 000 |
| Emisja akcji                        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Dywidendy/buy-back                  | -103   | 0      | 0      | -228   | -347   | -615   | -679   |
| Pozostałe                           | -877   | -985   | -761   | -490   | -374   | -334   | -311   |
| Zmiana stanu środków pieniężnych    | 1 404  | -226   | 234    | -1 091 | 19     | -2     | -40    |
| Środki pieniężne na koniec okresu   | 1 748  | 1 524  | 1 747  | 656    | 674    | 672    | 632    |
| DPS (PLN)                           | 0,16   | 0,00   | 0,00   | 0,36   | 0,54   | 0,96   | 1,06   |
| FCF                                 | 1 639  | 2 305  | 1 982  | 1 946  | 1 940  | 1 947  | 1 950  |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży)    | 3,4%   | 5,9%   | 8,9%   | 10,0%  | 10,0%  | 10,0%  | 10,0%  |

### Wskaźniki rynkowe

|                                   | 2014   | 2015   | 2016P  | 2017P  | 2018P  | 2019P  | 2020P  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| P/E                               | 53,0   | 13,3   | 17,0   | 14,9   | 12,6   | 11,4   | 10,6   |
| P/CE                              | 9,8    | 5,4    | 5,7    | 5,6    | 5,4    | 5,4    | 5,4    |
| P/BV                              | 1,7    | 1,5    | 1,4    | 1,3    | 1,2    | 1,1    | 1,1    |
| P/S                               | 1,6    | 1,6    | 1,6    | 1,6    | 1,6    | 1,6    | 1,6    |
| FCF/EV                            | 5,9%   | 8,7%   | 7,5%   | 7,7%   | 8,0%   | 8,4%   | 8,8%   |
| EV/EBITDA                         | 10,2   | 7,2    | 7,5    | 7,2    | 6,9    | 6,5    | 6,3    |
| EV/EBIT                           | 19,3   | 13,3   | 15,5   | 14,3   | 12,8   | 11,5   | 10,5   |
| EV/S                              | 2,8    | 2,7    | 2,7    | 2,6    | 2,5    | 2,4    | 2,2    |
| DYield                            | 0,7%   | 0,0%   | 0,0%   | 1,5%   | 2,2%   | 4,0%   | 4,4%   |
| Cena (PLN)                        | 24,25  | 24,25  | 24,25  | 24,25  | 24,25  | 24,25  | 24,25  |
| Liczba akcji na koniec roku (mln) | 639,5  | 639,5  | 639,5  | 639,5  | 639,5  | 639,5  | 639,5  |
| MC (mln PLN)                      | 15 509 | 15 509 | 15 509 | 15 509 | 15 509 | 15 509 | 15 509 |
| EV (mln PLN)                      | 27 794 | 26 360 | 26 603 | 25 374 | 24 156 | 23 157 | 22 198 |

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:****EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**WNDB** – wynik na działalności bankowej**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:****DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Cyfrowy Polsat**

| rekomendacja             | trzymaj    |
|--------------------------|------------|
| data wydania             | 2016-02-02 |
| kurs z dnia rekomendacji | 21,99      |
| WIG w dniu rekomendacji  | 44294,89   |

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

**Kamil Kliszczyk**  
dyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.kliszczyk@mbank.pl](mailto:kamil.kliszczyk@mbank.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

**Michał Marczak**  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia, surowce, metale

**Michał Konarski**  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia

**Paweł Szpigel**  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Zybala**  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Bogusz**  
tel. +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Mateusz Choromański**  
tel. +48 22 697 47 44  
[mateusz.choromanski@mbank.pl](mailto:mateusz.choromanski@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Anna Łagowska**  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mbank.pl](mailto:anna.lagowska@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
tel. +48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Michał Rożmiej**  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mbank.pl](mailto:michal.rozmiej@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
tel. +48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Wojciech Wysocki**  
tel. +48 22 697 48 46  
[wojciech.wysocki@mbank.pl](mailto:wojciech.wysocki@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Mariusz Adamski**  
tel. +48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mbank.pl](mailto:mariusz.adamski@mbank.pl)

### Biuro Aktywnej Sprzedaży

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)