

środa, 31 stycznia 2018 | aktualizacja raportu

# Cyfrowy Polsat: trzymaj (podtrzymana)

**CPS PW; CPS.WA | TMT, Polska**

## Strategiczny zakup Netii

Notowania CPS w ciągu ostatniego pół roku spadły o 5,0% i były słabsze od szerokiego rynku o 11,1% i od notowań Orange Polska o 15,0%. Cyfrowy Polsat przejął 32% udziałów w Netii i ogłosił wezwanie do 66%. W długim terminie transakcja niweluje podkreślane przez nas ryzyko braku nogi stacjonarnej. Dzięki rozbudowanej infrastrukturze szkieletowej, Cyfrowy zwiększył pojemność sieci, co jest ważne w warunkach rosnącego w tempie >50% R/R zużycia danych per użytkownik w sieciach mobilnych. Usługi Cyfrowego i Netii są komplementarne na polu B2B. W obszarze B2C, zakup Netii redukuje ryzyko odpływu klientów do szybkich sieci stacjonarnych (aż 1/3 użytkowników CPS pochodzi z miast >20 tys. osób). Z drugiej strony, wskaźniki zadłużenia rosną, a sieć Netii wymaga kosztowej modernizacji, co pociągnie za sobą znaczny CAPEX. Perspektywa dywidendy dla inwestorów odsuwa się więc w czasie. W naszym modelu uwzględniamy konsolidację proforma wyników Netii. Obecnie CPS jest notowany na EV/EBITDA'17\*\* = 6,9x, z 3% dyskontem do grupy porównawczej. Przy obecnym poziomie kursu mamy neutralne nastawienie. Cyfrowy Polsat będzie wykazywać naszym zdaniem niższy wzrost wyników od spółek porównywalnych (wzrost EBITDA 2017PF-2019PF = +0,5% vs. 6,8% peer grupa i 7,1% OPL PW). DYield wypada lepiej niż w OPL PW (0,0%), ale gorzej niż Play (7,6%).

## Niska dywidenda w Cyfrowym vs. Play

Play, notowany na EV/EBITDA'18 = 6,3x, ma DYield'18 = 7,6% (vs. 1,3% CPS) i osiąga wyższe wzrosty: EBITDA'17-19 +7,1% (vs. +0,2% CPS). Podkreślamy jednak, że rekomendowany poziom dywidendy wynika z decyzji Zarządu o oddłużaniu spółki. W 2020 r. dług netto/EBITDA wyniesie 1,9x vs. 2,5x Play. Jeśli Cyfrowy zdecydowałby się wypłacić DYield równy 7,6% (jak w Play), dług netto w 2020 r. wyniósłby 2,5x EBITDA (jak w Play), przy mniejszej bazie częstotliwości <1GHz, braku rozwiniętej sieci stacjonarnej i braku części mediowej. Wyższy wskaźnik dla CPS jest uzasadniony.

## Kluczowa kwestia – poziom CAPEXU

Przyjmujemy CAPEX/przychody = 12,2-12,3% w latach 2018-20 i ok. 11,5% (bez częstotliwości) po 2020. W naszym scenariuszu bazowym Netia modernizuje sieć płacąc 380 PLN za gospodarstwo domowe (wyżej niż z ogłoszonego planu Netii w 1Q'16 250 PLN, zgodnie z wykonaniem z okresie 2Q'16-3Q'17, niżej niż w przypadku OPL rządu 660 PLN). Cyfrowy nie decyduje się na przyspieszony rollout sieci stacjonarnej, co wymagałoby dodatkowych nakładów. W przypadku innej decyzji, nasza prognoza CAPEXU jest zbyt niska.

## Średnioterminowa perspektywa wyników

W 2018 r. EBITDA CPS będzie pod wpływem niekorzystnych regulacji roamingowych, rosnących kosztów kontentu i wynagrodzeń. Estymujemy nieznaczny spadek EBITDA R/R do 3,57 mld PLN (-1,6% R/R). Z kolei w Netii oczekujemy spadku EBITDA o 8% R/R, głównie przez ciągłe odpływy klientów stacjonarnych linii głosowych. Wynik EBITDA proforma estymujemy na 3,92 mld PLN (-2,1% R/R) i 4,02 mld PLN w 2019 r. (+2,6%).

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P*	2019P*
Przychody	9 823	9 730	9 822	11 502	11 626
EBITDA	3 685	3 641	3 622	3 920	4 024
marża EBITDA	37,5%	37,4%	36,9%	34,1%	34,6%
EBIT	1 986	1 669	1 844	1 960	2 175
Zysk netto	1 163	863	1 062	1 250	1 464
P/E	13,6	18,3	14,1**	12,6	10,8
P/CE	5,5	5,5	4,9**	4,9	4,8
P/BV	1,5	1,4	1,3**	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,2	7,4	6,9**	6,7	6,1
DPS	0,00	0,00	0,32	0,32	0,32
DYield	0,0%	0,0%	1,3%	1,3%	1,3%

\*proforma (zakładamy przejęcie kontroli nad Netią na koniec 2017 r.),  
\*\*wskaźnik na 2017 r. uwzględnia wyniki Netii z 2017 r.

<b>Cena bieżąca</b>	24,70 PLN
<b>Cena docelowa</b>	25,70 PLN
<b>Kapitalizacja</b>	15,8 mld PLN
<b>Free float</b>	5,3 mld PLN
<b>Średni dzienny obrót (3 m-ce)</b>	24,6 mln PLN

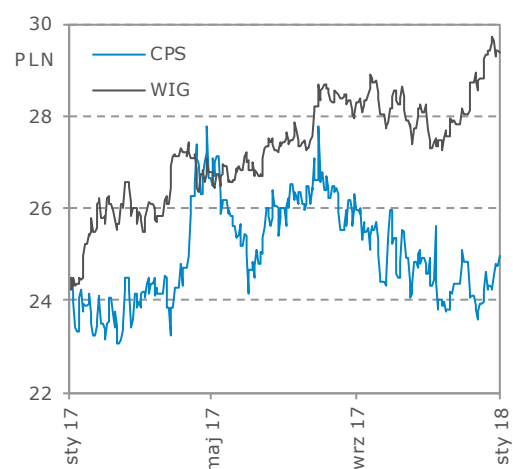
## Struktura akcjonariatu

Zygmunt Solorz-Żak	57,89%
Heronim Ruta	8,61%
Pozostali	33,50%

## 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 24,9% w 2Q'17. 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	25,70	24,40	trzymaj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Cyfrowy Polsat	24,70	25,70

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2017P	2018P	2019P
	Przychody	+0,6%	+16,2%
EBITDA	-0,2%	+8,2%	+8,6%
Zysk netto	+0,7%	+1,1%	+1,6%

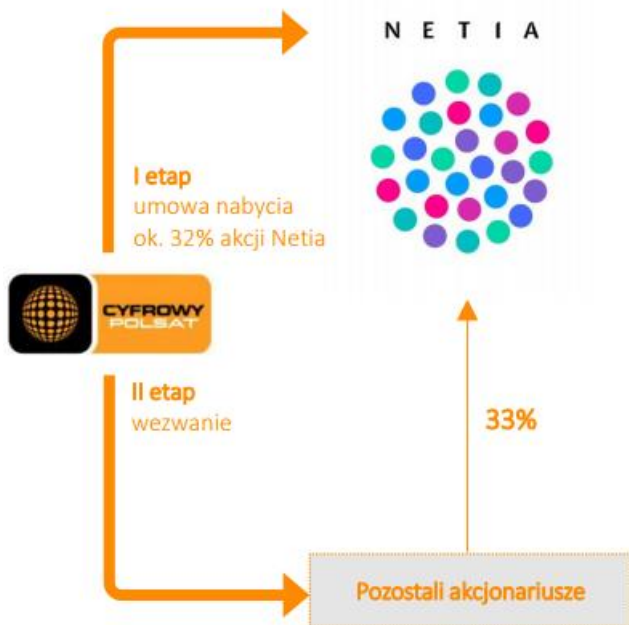
## Analitik:

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
pawel.szpigiel@mbank.pl

## Zakup pakietu akcji spółki Netia

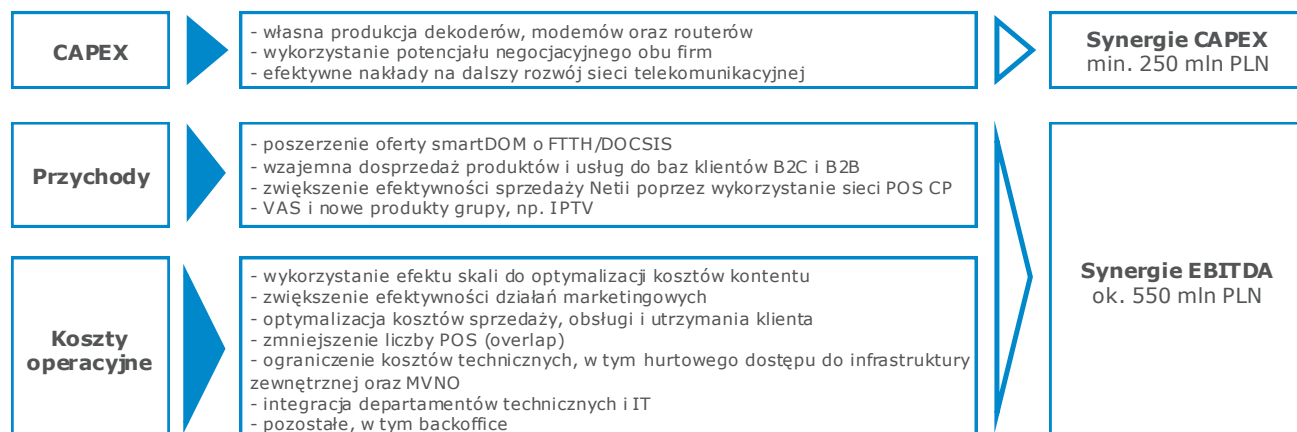
Cyfrowy Polsat złożył zlecenia nabycia łącznie pakietu ok. 32% akcji spółki Netia od dwóch znaczących akcjonariuszy kontrolowanych przez Zbigniewa Jakubasa oraz wezwał do sprzedaży 119,3 mln akcji Netii, stanowiących 34% kapitału zakładowego. Cena oferowana w pakiecie nabycia 66% akcji to 5,77 PLN, co oznacza wycenę 100% kapitałów Netii na 2 226 mln PLN i implikuje wskaźniki EV/EBITDA'17 = 5,9x oraz EV/EBITDA'18 = 6,8x. Spółka poinformowała, że Cyfrowy Polsat będzie kupować akcje w wezwaniu wspólnie ze spółką Karswell Limited, należąca do Zygmunta Solorza, ze względu na ograniczenia wynikające z umów kredytowych grupy. Cena za walor Netii jest 44% wyższa od średniej ceny akcji spółki ważonej wolumenem z ostatnich 6 miesięcy sprzed ogłoszenia transakcji (4,01 PLN) i także 44% od naszej wyceny jednej akcji (4,00 PLN).

### Struktura transakcji



Źródło: Cyfrowy Polsat

### Synergie z transakcji 2019-2023



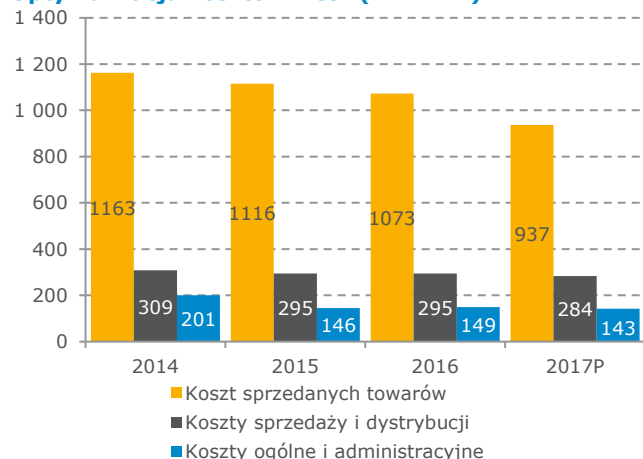
Źródło: Cyfrowy Polsat

W związku z realizowaną transakcją Grupa Cyfrowy Polsat spodziewa się osiągnięcia licznych synergii w latach 2019-2023 o łącznej wartości ok. 800 mln PLN:

- 1) W obszarze CAPEX o wartości 250 mln PLN m.in. w efekcie:
  - samodzielnej produkcji dekodерów, modemów oraz routerów,
  - wykorzystania potencjału negocjacyjnego obu firm,
  - podniesienia efektywności nakładów na dalszy rozwój sieci telekomunikacyjnej.
- 2) W obszarze przychodów i kosztów na łączną kwotę ok. 550 mln PLN (na poziomie EBITDA):
  - poszerzenie oferty programu smartDOM o usługi Internetu stacjonarnego FTTH/DOCSIS,
  - wzajemna dosprzedaż produktów i usług do baz klientów indywidualnych i biznesowych,
  - zwiększenie efektywności sprzedaży Netii poprzez wykorzystanie rozbudowanej sieci sprzedaży grupy Cyfrowy Polsat.
  - wykorzystanie efektu skali do optymalizacji kosztów zakupu i produkcji treści,
  - zwiększenie efektywności działań marketingowych,
  - optymalizacja kosztów sprzedaży, obsługi i utrzymania klienta,
  - zmniejszenie liczby punktów sprzedaży w miejscach, gdzie lokalizacje się pokrywają,
  - ograniczenie kosztów technicznych, w tym hurtowego dostępu do infrastruktury zewnętrznej oraz MVNO,
  - integracja departamentów technicznych i IT,
  - pozostałe, w tym backoffice, VAS i nowe produkty Grupy, np. IPTV.

Osiągnięcie synergii na poziomie 800 mln PLN (Cyfrowy podał, że NPV = 550 mln PLN) będzie naszym zdaniem trudnym zadaniem. Po pierwsze obie grupy osiągają relatywnie wysokie rentowności. Po drugie Netia przez ostatnie lata była optymalizowana kosztowo: koszty ogólnego zarządu spadną z 201 mln PLN do 143 mln PLN w latach 2014-2017, czyli aż o 28%, koszty sprzedaży o ponad 8%, a koszty własne sprzedaży o blisko 20%.

### Optymalizacja kosztów Netii (mln PLN)



Źródło: Netia, Dom Maklerski mBanku

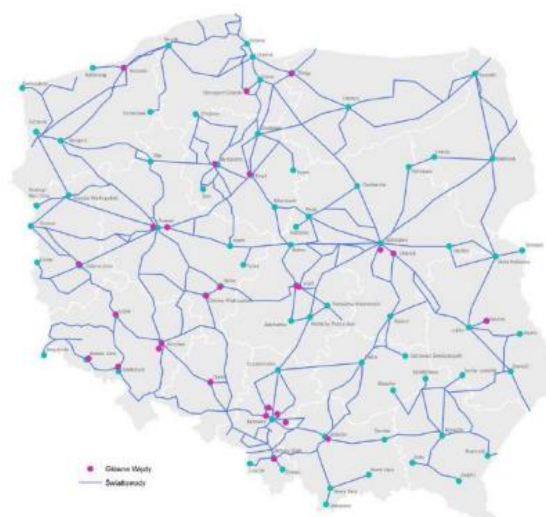
W zakresie CAPEXu, uważamy że infrastruktura Netii zmniejszy nakłady Cyfrowego na infrastrukturę światłowodową, która byłaby potrzebna pod wzrost ruchu mobilnego. W zakresie przychodów, główne synergije widzimy w B2B. Jest także pole do dosprzedaży usług mobilnych dla obecnych klientów Netii, jednak ograniczone przez brak odpowiedniej infrastruktury jak wskazujemy w tym raporcie. Sądzymy, że obie spółki tracąby przychody, jeśli nie połączenie. W zakresie kosztów, synergije będą pochodzić z wymiany Play na Plus jako dostawcy hurtowych usług. Pozostałe oszczędności na kosztach są naszym zdaniem „standardowe” i wynikają z dublujących się kompetencji obu spółek.

Zakładamy wygenerowanie synergii przychodowo-kosztowych w latach 2019-2023 na poziomie 300 mln PLN (vs. 550 mln PLN). Nasze konserwatywne podejście wynika częściowo z niezrealizowania synergii kosztowych przy przejściu przez Cyfrowy Polsat Polkomtela w 2013 r. Według prezentacji spółki generowały razem 3,9 mld PLN wyniku EBITDA w momencie połączenia. Zarząd w prezentacji sugerował wzrost rynkowej pozycji i wyników Polkomtela. Zapowiadał 2,0 mld PLN synergii przychodowych oraz 1,5 mld PLN synergii kosztowych do końca 2019 r. Wynik EBITDA grupy Cyfrowy Polsat (bez uwzględnienia ostatnich transakcji zakupu kanałów TV oraz Netii i synergii) szacujemy na ok. 3,6 mld PLN. Do końca 2016 r. Zarząd deklarował, że synergije wpłyną na poprawę marży EBITDA proforma o 2%. Marża proforma w momencie przejścia wyniosła 40,1%, a w 2016 r. wyniosła 37,4% (spadek o 2,6 p.p.). Częściowy wpływ na brak realizacji wzrostu rentowności miały zmiany na rynku, z drugiej strony skorygowana EBITDA Play w okresie 2014-2017 wzrosła o ponad 60%.

## Nasza ocena transakcji

Netia posiada 20 tys. km szkieletowej sieci światłowodowej oraz miejską infrastrukturę światłowodową w 48 największych polskich miastach i sieć dostępową docierającą aktualnie do 2,5 mln lokalizacji. Zakup Netii pozwala więc zwiększyć pojemność sieci mobilnej Grupy Polsat. Jest to wyjątkowo potrzebne w warunkach szybko rosnącego zużycia danych.

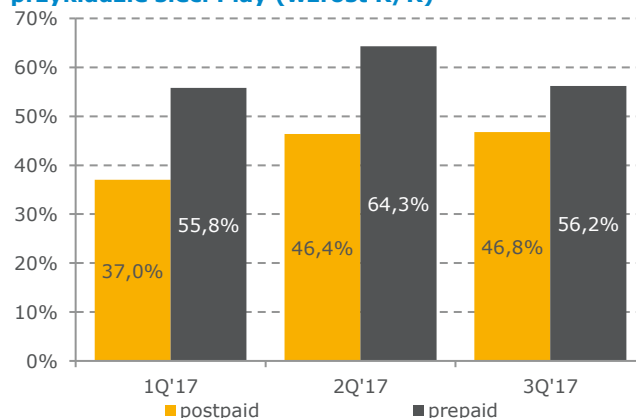
### Zasięg sieci szkieletowej Netii\*



\*fioletowe kropki - główne węzły, niebieskie linie - światłowody  
Źródło: Netia

Co więcej, Netia ma szerokie portfolio klientów B2B (ok. 25 tys.) i bezpośredni dostęp do ponad 800 kluczowych budynków biurowych w Polsce. To naszym zdaniem dobre posunięcie: Cyfrowy otrzyma po zakupie Netii możliwość stworzenia elastycznej i kompleksowej oferty dla klientów B2B, konkurencyjnej dla oferty Orange Polska i T-Mobile.

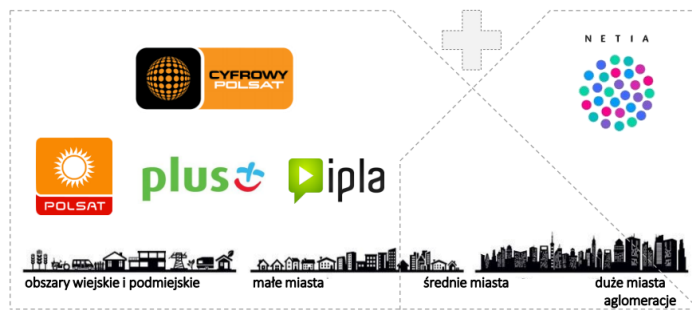
### Wzrost zużycia danych per użytkownik na przykładzie sieci Play (wzrost R/R)



Źródło: Play

Trzeci główny powód zakupu Netii to dostęp do nowych rynków dla grupy Polsat – duże miasta i aglomeracje miejskie.

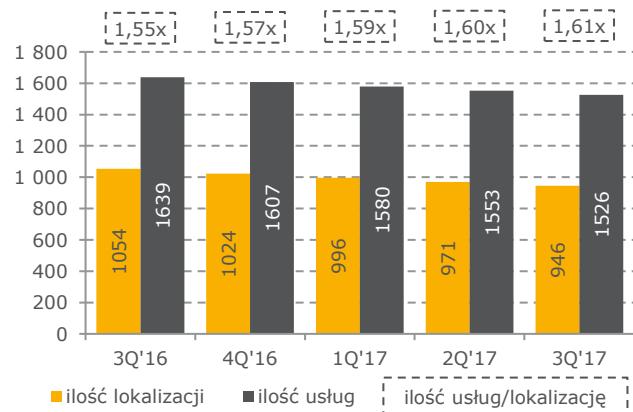
### Nowy rynek B2C dla grupy Polsat



Źródło: Cyfrowy Polsat

Netia w segmencie B2C na koniec 3Q'17 posiadała 946 klientów ze średnią ilością usług na klienta rzędu 1,61x. Cyfrowy Polsat podaje, że stanowi to duży potencjał do dosprzedaży usług mobilnych.

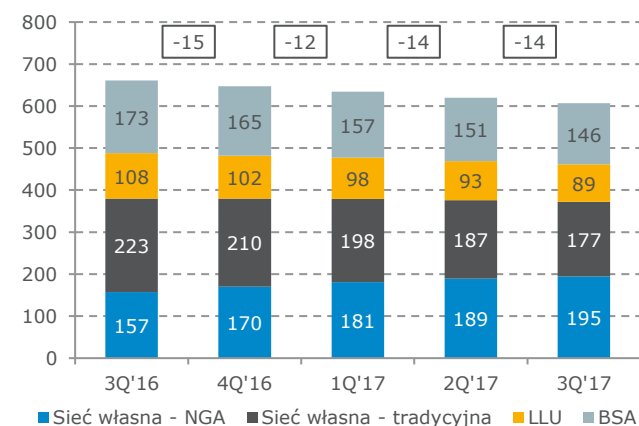
### Średnia liczba usług na klienta



Źródło: Netia

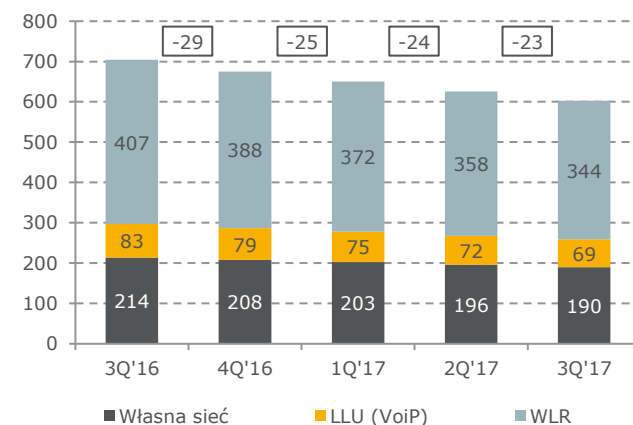
Jednak wskazujemy na strategiczne bariery w długoterminowej dosprzedaży usług mobilnych do klientów Netii. Zwracamy uwagę, że duża część klientów własnych Netii jest podłączona na zasadzie LLU lub BSA (główny dostawca to oczywiście Orange Polska), często na przestarzałych liniach miedzianych.

### Usługi szerokopasmowe (tys.) w Netii



Źródło: Netia

### Usługi głosowe (tys.) w Netii



Źródło: Netia

Najcenniejszymi klientami są oczywiście abonenci sieci własnych: 61% abonentów usług szerokopasmowych i 32% na usługach głosowych (przy czym popyt na usługi stacjonarnego głosu nieustannie spada). W dodatku tylko 32% abonentów usług szerokopasmowych jest podłączonych na sieciach nowej generacji (NGA, tutaj spółka wlicza sieci >30 Mbps). Łatwo zauważyć, że tylko na szybkich sieciach własnych spółka wykazuje wzrosty. Na przykładzie Orange Polska uważamy, że szybka sieć jest niezbędna do uzyskania wzrostów w zakresie usług stacjonarnych i w przypadku Cyfrowego Polsatu – w zakresie klientów z potencjałem do dosprzedaży usług mobilnych.

### Sieć Netii (stan na początek 2016)

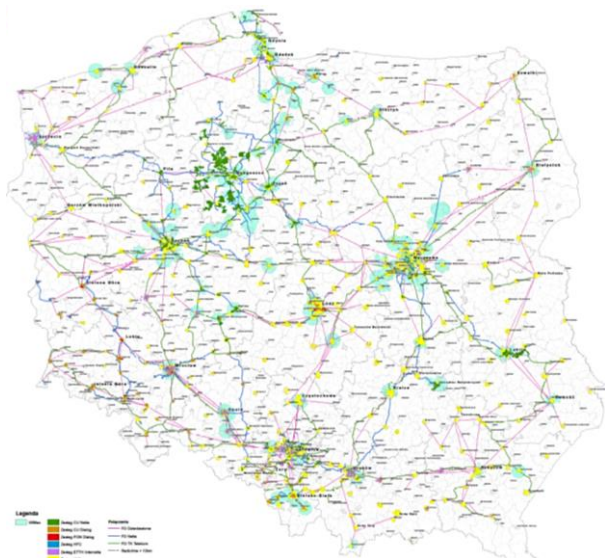
(tys. gospodarstw domowych)	Obecnie			
	razem	0-30 Mbps	30-100 Mbps	100+ Mbps
miedz	1 408	753	655	0
FTTB - ETTH	592	350	0	242
FTTH - PON	165	0	0	165
CATV	385	0	0	385
<b>suma</b>	<b>2 550</b>	<b>1 103</b>	<b>655</b>	<b>792</b>

~56% (NGA > 30 Mbps)

Źródło: Netia

Pomimo, że Netia ma dzisiaj zasięg 2,6 mln gospodarstw domowych, należy pamiętać, że tylko jej połowa to sieć NGA. Penetracja tej części sieci to obecnie ok. 13,5% (na koniec 3Q'17). Jednak potencjał do poszerzania bazy klientów jest naszym zdaniem ograniczony, gdyż ok. 45% sieci to sieć miedziana VDSL lub VDSL2 (transmisja danych za pomocą pary przewodów miedzianych, najbardziej zaawansowana z technologii miedzianych). Technologia VDSL umożliwia laboratoryjnie na odcinku do 300 m na transmisję do 200 Mb/s, jednak w większości przypadków umożliwia uzyskanie do 80 Mb/s i jest dużo wolniejsza niż sieć FTTH osiągającego >1Gb/s. Penetracja na sieciach FTTH i CATV, czyli na infrastrukturze konkurencji Netii jak Orange Polska, UPC, Multimedia, Vectra, itd. to ok 20%. W tym miejscu pojawia się pytanie o przekaz do klienta.

## Sieć dostępową Netii w Polsce



Źródło: Netia

Co więcej obecni abonenci Netii na szybkich sieciach mają już dostęp do usług mobilnych. Stąd nasz wniosek, że Cyfrowy Polsat myśląc strategicznie o rozwoju usług B2C powinien inwestować w infrastrukturę Netii.

## Oferta Netii

UMOWA NA 15 MIES.	9,90 zł	19,90 zł	29,90 zł	39,90 zł
INTERNET	1GB	4 GB	10 GB	20 GB
POŁĄCZENIA DO SIECI STACJONARNYCH W POLSCE	100 minut (wymienionych na SMS)	Bez limitu	Bez limitu	Bez limitu
POŁĄCZENIA DO SIECI KOMÓRKOWYCH W POLSCE			Bez limitu	Bez limitu
SMS DO WSZYSTKICH SIECI KOMÓRKOWYCH W POLSCE		0,20 zł/szt.		
MMS DO WSZYSTKICH SIECI KOMÓRKOWYCH W POLSCE	0,50 zł / szt.	0,50 zł/szt.		
POŁĄCZENIA MIĘDZYNARODOWE	Zgodnie z cennikiem	Zgodnie z cennikiem	Zgodnie z cennikiem	

Źródło: Netia

Netia ogłosiła plan inwestycyjny już w marcu'16. Na jego podstawie operator chciał mieć 2,6 mln gospodarstw domowych w sieci NGA, w tym 2,2 mld w zasięgu sieci FTTH. Do tej pory zmodernizowana sieć spółki została doprowadzona tylko do 210-215 tys. gospodarstw domowych (niespełna 13% wykonania planu po półtora roku od ogłoszenia), z czego ponad 150 tys. zmodernizowano w 9M'17. CAPEX w ciągu 9M'17 wyniósł 57 mln PLN, co implikuje ok. 630 mln PLN na cały program (380 PLN/ gospodarstwo). Spółka ogłosiła inwestycje rządu 417 mln PLN. Za wcześniej by zakładać, że całkowity CAPEX będzie większy, jednak koszt dotarcia do jednego gospodarstwa domowego z planu Netii rządu 251 PLN jest dużo niższy niż średnie koszty dotarcia do gospodarstwa w przypadku Orange Polska, tj. ok. 660 PLN (na podstawie wyliczeń z 7 kwartałów postępującego procesu inwestycyjnego). Część różnicy wynika z wliczania do kosztu CAPEX-u drogich set-up boxów przez Orange oraz uwzględniania w wyliczeniach nakładów na dedykowane łącza B2B. Jednak różnica jest tak duża, że naszym zdaniem z dużym prawdopodobieństwem modernizacja sieci Netii będzie kosztować więcej niż podana w planie kwota 417 mln PLN. W naszym modelu zakładamy obecnie wydatek rządu 528 mln PLN na dokończenie modernizacji sieci (średnio 375 PLN na gospodarstwo).

## Modernizacja sieci Netii

(tys. gospodarstw domowych)	razem	Netia dziś			Netia 2020 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>1103</b>	<b>655</b>	<b>792</b>	<b>2 550</b>

~56%  
(NGA > 30 Mbps)

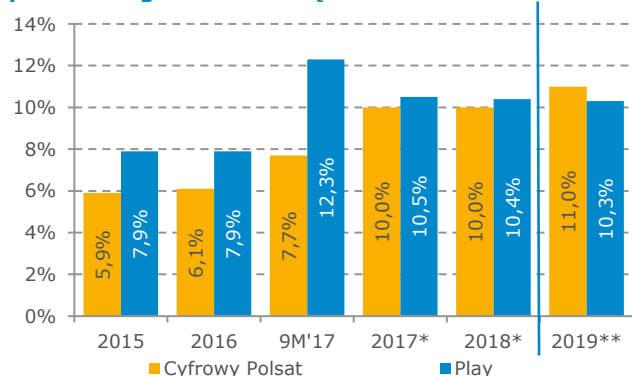
~100% (NGA > 100+ Mbps)

Źródło: Netia

Przyśpieszone wydatki na modernizację są uzasadnione patrząc na plany Orange Polska. Spółka chce mieć w 2020 r. >5 mln gospodarstw domowych w zasięgu sieci FTTH. W tym momencie (uwzględniając opóźnienie z realizacją modernizacji przez Netię) spodziewamy się, że Netia będzie mieć 2,5 mln gospodarstw w zasięgu szybkiej sieci dopiero w 2021 r. (przy czym sam Orange obecnie ma już w zasięgu 2,2 mln gospodarstw domowych). Opcją dla Cyfrowego (zamiast inwestycji w infrastrukturę) jest dalsza konsolidacja rynku. Sądzymy, że Cyfrowy może być zainteresowany kupnem operatorów kablowych. Zwracamy uwagę, że obecnie toczy się proces badania koncentracji UPC - Multimedia w przypadku ich połączenia. Sądzymy, że UOKiK może (pogodnie jak w przypadku przejęcia Astera przez UPC w 2013 r.) nakazać sprzedaż części dublującej się sieci. Sądzymy, że Cyfrowy Polsat może być zainteresowany. Jednak konkurencja w procesie będzie duża: zakładamy że wśród zainteresowanych może być T-Mobile i Play. Ponadto, wskazujemy na duże rozdrobnienie rynku kablowek UPC, Vectra, Multimedia, Inea i Toya. Razem z Netią kontrolują one 82% rynku, a siedem średnich kablowek kontroluje kolejne 4% rynku (tj. 200 tys. klientów).

## Kluczowa kwestia – poziom CAPEX-u

Poziom CAPEX-u w nowej grupie pozostaje kluczową kwestią. Do tej pory Cyfrowy Polsat wykazywał niskie poziomy CAPEX-u (w latach 2015-16 ok. 6% przychodów), w tym czasie grupa była nastawiona na delewarowanie. Częściowo można to uzasadnić biorąc pod uwagę, że Cyfrowy prowadzi biznesy nadawania TV i DTH, które wykazują niższe wymagania inwestycyjne. Nakłady/przychody w Cyfrowym Polsacie były niższe niż w Play, pomimo, że ten leasinguje część aktywów pod sieć. Co więcej, sądzymy że w ostatnich kwartałach Cyfrowy Polsat mógł prowadzić dość oszczędną politykę wydatkową (zwłaszcza w zakresie infrastruktury FTTH), mając na uwagę przejęcie operatora stacjonarnego z dużymi aktywami infrastrukturalnymi. Także Netia, jak wspominaliśmy wcześniej, odwlekała w czasie nakłady na modernizację sieci.

**Porównanie CAPEX/przychody w CPS i Play – na podstawie guidance Zarządu**


\*bez uwzględnienia Netii, założenie górnego progu podanego przez Zarząd  
 \*\* proforma, włączając 100% CAPEX Netii  
 Źródło: Cyfrowy Polsat, Play, Dom Maklerski mBanku

Cyfrowy Polsat spodziewa się, że poziom CAPEX/przychody wyniesie ok. 11% w kolejnych latach. Sporządziliśmy analizę kilkudziesięciu spółek porównywalnych (zarówno zintegrowanych grup telekomunikacyjnych fixed + mobile, nadawców TV oraz spółek porównywalnych do DTH).

**CAPEX/przychody spółki porównywalne DTH**

	2017P	2018P	2019P
COMCAST CORP-CLASS A	11,3%	10,3%	10,7%
SHAW COMMUNICATIONS INC-B	25,4%	27,1%	24,9%
COGECO CABLE INC	19,5%	20,4%	20,1%
LIBERTY GLOBAL PLC-A	20,1%	20,8%	20,0%
DISH NETWORK CORP-A	3,0%	3,8%	3,5%
SKY PLC	7,9%	6,2%	6,0%
<b>Mediana</b>	<b>15,4%</b>	<b>15,3%</b>	<b>15,3%</b>

Źródło: Bloomberg

**CAPEX/przychody telekomu**

	2017P	2018P	2019P
BELGACOM SA	17,2%	17,3%	17,4%
BT GROUP PLC	13,8%	14,2%	15,1%
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	15,4%	15,5%	15,1%
ELISA OYJ	14,2%	12,4%	12,4%
ILIAD SA	32,6%	30,9%	24,7%
KONINKLIJKE KPN NV	17,4%	17,3%	16,9%
MEGAFON-REG S GDR	17,3%	17,1%	16,7%
MOBILE TELESYSTEMS OJSC	17,4%	17,8%	16,8%
ORANGE	17,5%	17,5%	16,9%
ORANGE POLSKA SA	18,1%	18,7%	18,2%
ROSTELECOM	19,1%	18,5%	17,9%
SWISSCOM AG-REG	20,6%	20,4%	20,4%
TALKTALK TELECOM GROUP	7,9%	7,2%	7,1%
TDC A/S	21,0%	20,4%	20,0%
TELE2 AB-B SHS	11,4%	11,5%	11,3%
TELECOM ITALIA SPA	27,0%	22,9%	20,9%
TELEFONICA SA	16,4%	15,8%	15,5%
TELEKOM AUSTRIA AG	17,3%	16,8%	17,2%
TELENOR ASA	17,1%	18,0%	16,0%
TELIASONERA AB	19,1%	17,5%	16,5%
TURK TELEKOMUNIKASYON AS	19,3%	16,8%	15,8%
TURKCELL ILETISIM HIZMET AS	24,0%	16,7%	16,5%
VIMPELCOM LTD-SPON ADR	18,3%	17,0%	16,4%
VODAFONE GROUP PLC	16,8%	15,6%	16,0%
O2 CZECH REPUBLIC AS	10,6%	6,6%	5,9%
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	14,6%	14,7%	14,9%
NETIA SA	22,0%	25,1%	21,0%
CYFROWY POLSAT SA	9,9%	9,9%	11,6%
HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA	20,3%	16,8%	15,1%
PLAY COMMUNICATIONS SA	10,3%	9,9%	10,0%
<b>Mediana</b>	<b>17,3%</b>	<b>16,9%</b>	<b>16,5%</b>

Źródło: Bloomberg

**CAPEX/przychody spółki telewizyjne**

	2017P	2018P	2019P
M6-METROPOLE TELEVISION	10,0%	10,2%	10,4%
ITV PLC	2,7%	1,9%	1,7%
RTL GROUP	3,7%	3,3%	3,3%
MEDIASET SPA	17,3%	15,9%	14,9%
PROSIEBEN SAT.1 MEDIA AG-PRF	24,2%	26,0%	26,9%
ATRESMEDIA CORP DE MEDIOS DE	3,0%	2,8%	2,7%
MODERN TIMES GROUP-B SHS	1,9%	2,1%	2,1%
TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)	7,0%	7,3%	8,1%
<b>Mediana</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,7%</b>

Źródło: Bloomberg

Na podstawie danych obliczyliśmy implikowany wskaźnik CAPEX/przychody dla Cyfrowego Polsatu – w 2018 r. powinien wynieść ok. 15,1%.

**Implikowany wskaźnik CAPEX/przychody dla Cyfrowego Polsatu proforma - scenariusz 1**

	2017P	2018P	2019P
CPS reklama TV	5,3%	5,3%	5,7%
CPS segment klientów ind. (DTH)	15,4%	15,3%	15,3%
CPS segment klientów ind. (pozostała część) + NETIA	17,3%	16,9%	16,5%
<b>RAZEM</b>	<b>15,4%</b>	<b>15,1%</b>	<b>14,9%</b>

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Historycznie Cyfrowy Polsat wykazywał niskie poziomy CAPEX. Jest to spowodowane głównie trzema czynnikami: (1) część nakładów dotyczy biznesu TV oraz DTH, które oznaczają się niskimi nakładami (Cyfrowy Polsat sprzed przejścia Polkomtela wykazywał wskaźnik CAPEX/przychody równy 3,8% – średnia dla 2012-13 r.), (2) Cyfrowy Polsat odwlekał decyzję o inwestycjach (dopiero od początku 2017 r. widzimy wzrost nakładów ze względu na inwestycje w roll out 1800 MHz oraz nowe systemy IT), (3) bez stacjonarnej części B2C, spółka nie inwestowała w przyłącza abonenckie, co wiąże się z dużymi wydatkami. Przyjmując średnie wskaźniki nakłady/przychody na poziomie 3,8% dla części reklama TV + DTH, wskaźnik dla całej grupy powinien wynieść ok. 12,6% w 2018 r.

**Implikowany wskaźnik CAPEX/przychody dla Cyfrowego Polsatu proforma – scenariusz 2**

	2017P	2018P	2019P
CPS reklama TV	3,8%	3,8%	3,8%
CPS segment klientów ind. (DTH)*	3,8%	3,8%	3,8%
CPS pozostała część* + NETIA	17,3%	16,9%	16,5%
<b>RAZEM</b>	<b>12,9%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,4%</b>

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Z kolei, aby wskaźnik CAPEX/przychody wyniósł 11,0% (zgodnie z guidance od Zarządu) w 2018 r. wskaźnik dla części telko (przy założeniu niskiego CAPEXu w części DTH + reklama TV) powinien wynieść 14,5%, czyli mniej niż w przypadku spółek porównywalnych.

**Implikowany wskaźnik CAPEX/przychody dla Cyfrowego Polsatu proforma – scenariusz 3**

	2017P	2018P	2019P
CPS reklama TV	3,8%	3,8%	3,8%
CPS segment klientów ind. (DTH)*	3,8%	3,8%	3,8%
CPS pozostała część* + NETIA	14,5%	14,5%	14,5%
<b>RAZEM</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>

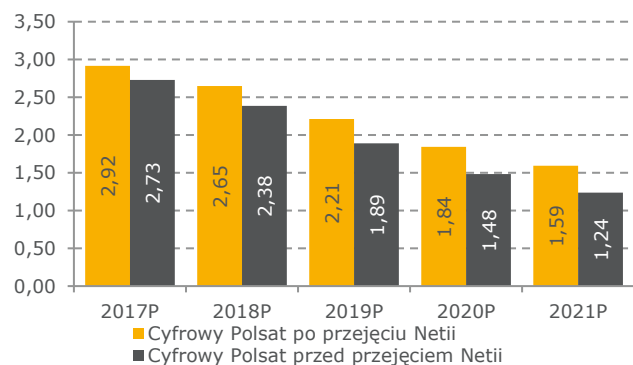
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Przyjmujemy wskaźniki CAPEX/przychody w latach 2018-2020 na poziomie CAPEX vs. przychody wyniesie 12,2-12,3%. Z jednej strony Cyfrowy będzie modernizować sieć Netii i realizować roll out sieci 1800 MHz. Z drugiej strony historycznie spółka wykazywała niskie poziomy nakładów. W scenariuszu bazowym przyjmujemy też, że Cyfrowy nie decyduje się na poszerzenie sieci Netii, co wymagałoby dodatkowych inwestycji.

## Jak zmienia się Cyfrowy Polsat?

Inwestycja w Netię pociąga za sobą istotne zmiany w grupie Cyfrowego Polsatu. Inwestorzy CPS cieszyli się niskim poziomem nakładów inwestycyjnych i liczyli na dywidendę z istotnego i rosnącego (przez delewarowanie) FCFE, który spółka generuje. Poniżej przedstawiamy kluczowe parametry dla Cyfrowego Polsatu przed i po transakcji. Wskaźnik długu netto/EBITDA wzrosło na koniec 2018 r. do 2,7x z 2,4x (dług netto uwzględnia zakup tylko 66% pakietu Netii).

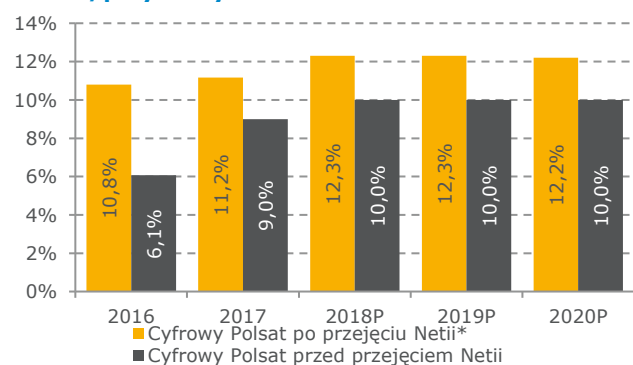
### Dług netto/ EBITDA w latach 2017\*-2021P



\*przejęcie 66% Netii na koniec 2017 r.  
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Według naszych szacunków, poziom wydatków inwestycyjnych/przychody istotnie wzrosło z 9,5% do 12,3% w 2018 r., co obniża generowany FCFE Yield.

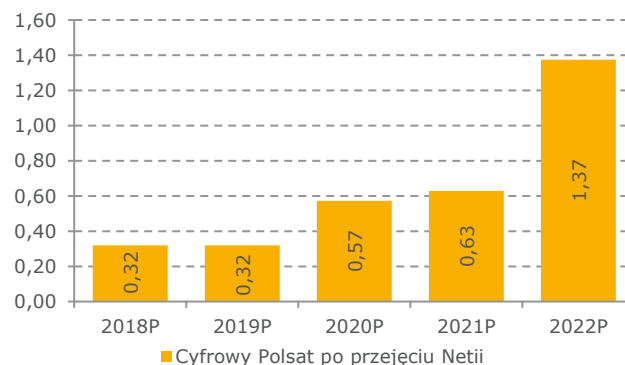
### CAPEX/przychody w latach 2016-2020P



\*proforma z Netią  
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Na wykresie przedstawiamy naszą prognozę dywidendy dla Cyfrowego Polsatu. Założyliśmy że spółka nastawia się w kolejnych latach na obniżanie wskaźników długu i wypłaca najmniejszą możliwą dywidendę wynikającą z przyjętej w 2017 r. polityki (z zysku 2016 r. wypłacono 205 mln PLN, polityka dopuszczała wypłatę 200-400 mln PLN).

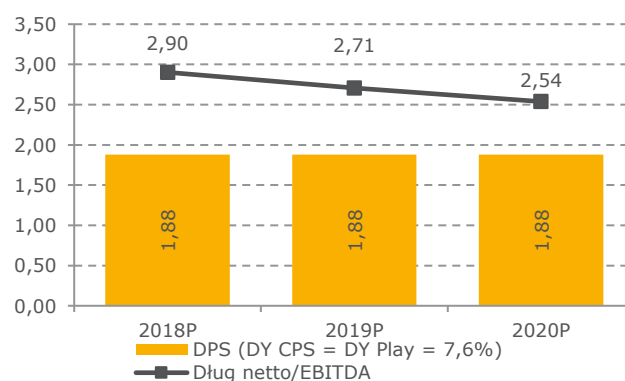
### Dywidenda w latach 2018-2022P (PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Jednocześnie wskazujemy, że decyzja dot. dywidendy należy jednak do akcjonariuszy. W tym miejscu podkreślamy, że konkurencyjny Play odznacza się DYield = ok. 7,6%, co wynika z dużo bardziej agresywnego modelu podziału zysku z akcjonariuszami. W 2020 r. dług netto/EBITDA w Play wynosi 2,5x vs. 1,9x w Cyfrowym Polsacie. Obie spółki na koniec 2020 r. stoją przed aukcją częstotliwości 700 MHz, jednak to Play będzie mieć mniej pojemności <1 GHz i będzie bardziej zdeterminowany do zdobycia pasm. Dodatkowo, aktywo stacjonarne w postaci Netii odciążą Cyfrowy Polsat od lawinowo rosnącego ruchu oraz stanowi podstawę do oferty konwergentnej fixed + mobile. Podsumowując, Play oferuje dużo wyższy DYield, przy mniejszej bazie częstotliwości, braku rozwiniętej sieci stacjonarnej i braku części mediowej. Wysoki DYield jest więc okupiony dużo wyższym ryzykiem inwestycyjnym. Poniżej prezentujemy wskaźniki zadłużenia netto vs. EBITDA przy założeniu równego DYield w latach 18-20 w Play i w Cyfrowym Polsacie.

### Poziom zadłużenia w Cyfrowym Polsacie zakładając DYield jak w Play



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Z powyżej analizy wynika, że przy założeniu takiego samego DYield =7,6% jak w Play, wskaźnik długu netto/EBITDA w 2020 r. wyniósłby w Cyfrowym Polsacie 2,5x, tj. byłby na tym samym poziomie jak w Play.

## Wycena

Wartość spółki Cyfrowy Polsat szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Comarch szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 25,70 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	25,89
Wycena DCF	50%	22,38
	cena wynikowa	24,15
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>25,70</b>

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Cyfrowego Polsatu w okresie 2018-2026.
- 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 2017 r., czyli 11,7 mld PLN (po zakupie 66% kapitałów Netii).
- Uwzględniamy wartość kapitałów mniejszości (w większości to pozostałe 34% Netii za 757 mln PLN).

## Model DCF

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2026+
Przychody ze sprzedaży	11 462	11 584	11 718	11 863	12 028	12 206	12 395	12 595	12 807	
zmiana		2,9%	1,4%	1,3%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	
EBITDA	3 911	4 015	4 074	4 134	4 188	4 246	4 298	4 356	4 418	
marża	34,1%	34,7%	34,8%	34,9%	34,8%	34,8%	34,7%	34,6%	34,5%	
EBIT	1 951	2 166	2 325	2 476	2 612	2 745	2 867	2 988	3 157	
marża EBIT	17,0%	18,7%	19,8%	20,9%	21,7%	22,5%	23,1%	23,7%	24,7%	
Opodatkowanie EBIT	371	411	442	470	496	522	545	568	600	
efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	1 580	1 754	1 883	2 006	2 116	2 224	2 322	2 420	2 557	
Amortyzacja	1 960	1 849	1 749	1 658	1 576	1 501	1 432	1 368	1 261	
CAPEX	-1 397	-1 407	-1 419	-1 848	-1 323	-2 996	-1 360	-1 800	-1 923	
Kapitał obrotowy	-265	-218	-193	-181	-171	-172	-172	-173	-195	
FCF	1 878	1 978	2 020	1 635	2 198	557	2 222	1 815	1 701	2 222
WACC	6,9%	6,7%	6,9%	7,1%	7,3%	7,2%	7,4%	7,5%	7,6%	7,6%
współczynnik dyskonta	93,0%	87,1%	81,5%	76,1%	70,9%	66,2%	61,6%	57,3%	53,2%	53,2%
PV FCF	1 746	1 723	1 646	1 244	1 559	368	1 369	1 040	906	1 183
WACC	6,9%	6,7%	6,9%	7,1%	7,3%	7,2%	7,4%	7,5%	7,6%	7,6%
Koszt długu	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%
Premia za ryzyko	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%
Dług netto / EV	40,1%	36,5%	32,5%	29,3%	25,3%	27,0%	22,9%	20,1%	17,8%	17,8%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	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)	28 572
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	14 275
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	12 565
Wartość firmy (EV)	26 840
Dług netto (2017 r.)	11 679
Inne aktywa nieoperacyjne	0
Udziałowcy mniejszościowi	832,8
Wartość firmy	14 328
Liczba akcji (mln)	639,5
Wartość firmy na akcję (PLN)	22,4
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>23,8</b>
EV/EBITDA('18) dla ceny docelowej	6,8
P/E('18) dla ceny docelowej	11,5
Udział TV w EV	53%

## Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC +1,0 p.p.	16,6	17,6	18,7	20,0	21,5
WACC +0,5 p.p.	18,7	19,8	21,1	22,7	24,4
WACC	21,0	22,4	<b>23,8</b>	25,7	27,7
WACC -0,5 p.p.	23,6	25,2	26,9	29,1	31,5
WACC -1,0 p.p.	26,5	28,4	30,4	33,0	36,0



## 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 telekomony ze względu na różny poziom amortyzacji w spółkach.

W latach 2017, 2018 i 2019 przyjmujemy równe wagi. Wskaźnik EV/EBITDA skonstruowaliśmy waząc mediany wskaźników dla spółek porównywalnych według ilości zysku EBITDA generowanego dla odpowiednich segmentów nowej spółki (w tym wskaźnik dla telekomów skonstruowaliśmy biorąc pod uwagę telekomony zachodnie i telekomony z regionu CEE po 50%). Wycenę bazujemy na wynikach proforma i wielkości długu w przypadku przejęcia 66% udziałów w Netii po 5,77 PLN na akcję. Do długu netto wliczamy mniejszości Netii wycenione także po 5,77 PLN za akcję.

## Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
<b>Spółki telekomunikacyjne</b>						
BT GROUP PLC	4,8	4,9	4,9	9,1	9,4	9,1
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	5,8	5,7	5,4	15,7	13,9	12,3
ILIAD SA	7,9	7,3	6,7	27,9	26,0	22,7
KONINKLIJKE KPN NV	7,8	7,7	7,6	23,0	21,5	19,2
ORANGE	5,2	5,1	4,9	15,1	13,5	12,7
TALKTALK TELECOM GROUP	6,8	8,3	7,4	10,0	19,8	14,5
TDC A/S	7,1	7,1	7,0	16,3	14,9	13,8
TELE2 AB-B SHS	9,4	9,2	8,7	24,1	19,2	16,5
TELECOM ITALIA SPA	5,5	5,4	5,3	10,0	9,5	8,9
TELEFONICA SA	6,3	6,3	6,2	11,7	10,8	9,9
TELEKOM AUSTRIA AG	5,8	5,7	5,7	14,9	14,0	13,4
TELENOR ASA	6,6	6,5	6,3	16,1	16,4	15,2
VODAFONE GROUP PLC	6,5	6,9	6,9	40,6	23,7	21,9
(1) Mediana	6,5	6,5	6,3	15,7	14,9	13,8
ORANGE POLSKA SA	5,3	4,9	4,8	-	90,4	39,2
TURK TELEKOMUNIKASYON AS	5,5	5,0	4,6	17,1	11,1	8,8
TURKCELL ILETISIM HIZMET AS	7,1	6,2	5,6	15,3	12,6	10,8
O2 CZECH REPUBLIC AS	9,4	9,5	9,5	17,0	17,3	16,8
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	4,8	4,8	4,8	13,9	13,4	13,0
PLAY COMMUNICATIONS SA	7,4	6,6	6,3	17,4	9,3	8,1
NETIA SA	5,7	6,0	6,2	39,0	52,9	61,4
HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA	5,4	5,3	5,1	26,3	20,6	17,9
(2) Mediana	5,6	5,6	5,3	17,1	15,3	14,9
Średnia (1) i (2) po korekcie o dyskonto	6,0	6,1	5,8	16,4	15,1	14,3

## Operatorzy DTH

COMCAST CORP-CLASS A	9,2	8,7	8,4	20,5	16,6	15,0
SHAW COMMUNICATIONS INC-B	8,2	8,6	8,1	22,1	22,6	19,9
COGECO CABLE INC	6,3	5,8	5,3	12,7	12,6	12,1
LIBERTY GLOBAL PLC-A	11,0	10,1	9,5	-	63,3	28,9
DISH NETWORK CORP-A	12,8	14,1	15,9	21,4	21,2	25,0
SKY PLC	12,2	11,1	10,4	18,2	16,0	14,9
Mediana	10,1	9,4	8,9	20,5	18,9	17,5

## Nadawcy telewizyjni

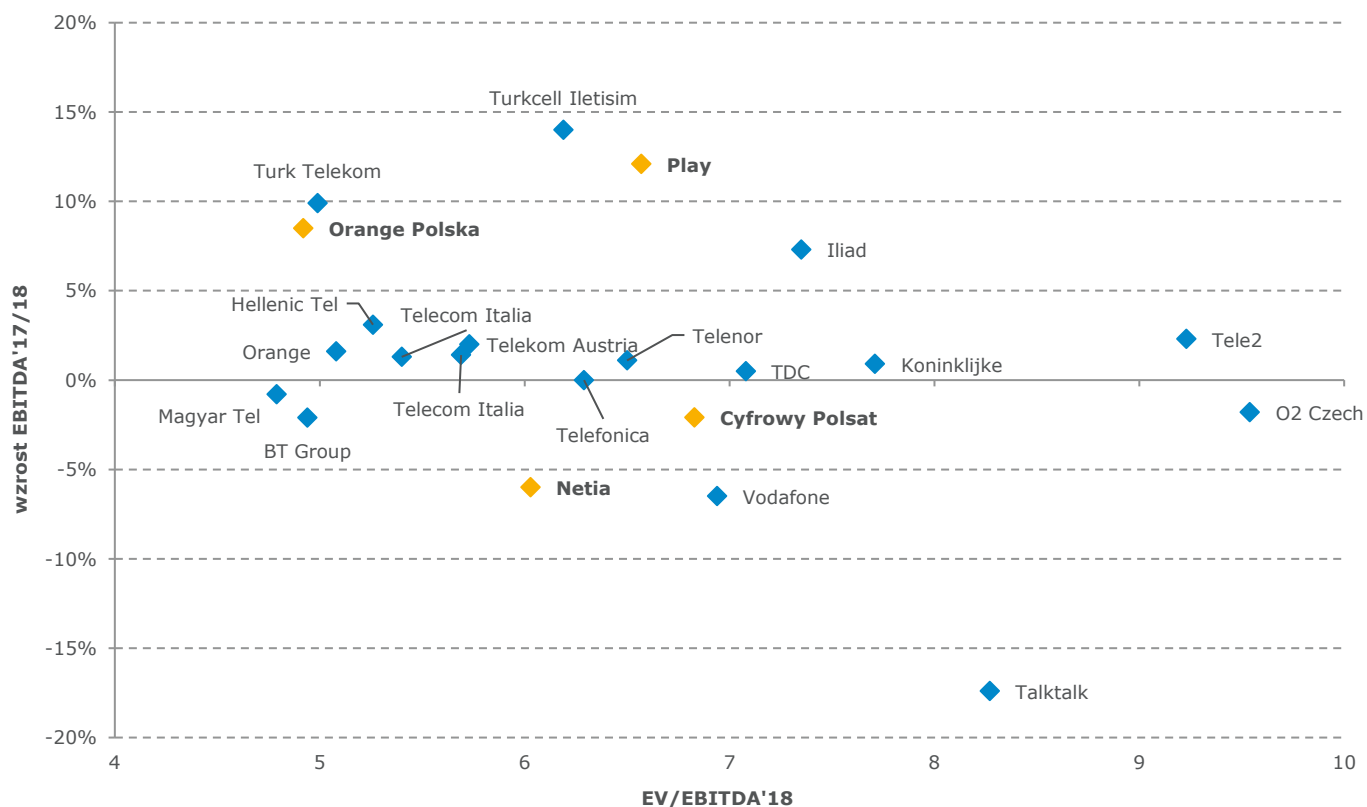
M6-METROPOLE TELEVISION	7,9	7,3	7,1	19,3	17,5	16,8
ITV PLC	9,2	9,2	8,7	10,8	10,8	10,2
RTL GROUP	8,6	8,4	8,2	14,1	13,7	13,2
MEDIASET SPA	3,8	3,9	4,1	29,8	19,7	14,8
PROSIEBEN SAT.1 MEDIA AG-PRF	8,9	8,8	8,3	12,8	12,3	11,6
ATRESMEDIA CORP DE MEDIOS DE	9,9	9,3	8,8	13,1	12,3	11,1
MODERN TIMES GROUP-B SHS	18,6	13,9	12,7	27,6	20,6	18,6
TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)	6,6	6,7	5,9	18,6	20,5	15,2
Mediana	8,7	8,6	8,3	16,3	15,6	14,0

Średni ważony wskaźnik	7,1	7,0	6,7	16,9	15,7	14,7
Cyfrowy Polsat	6,9	6,7	6,1	14,1	12,6	10,8
premija / dyskonto	-3,3%	-4,7%	-8,6%	-16,5%	-19,4%	-26,4%

Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	25,0	25,5	27,1	29,6	30,6	33,6
Waga wskaźnika	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%

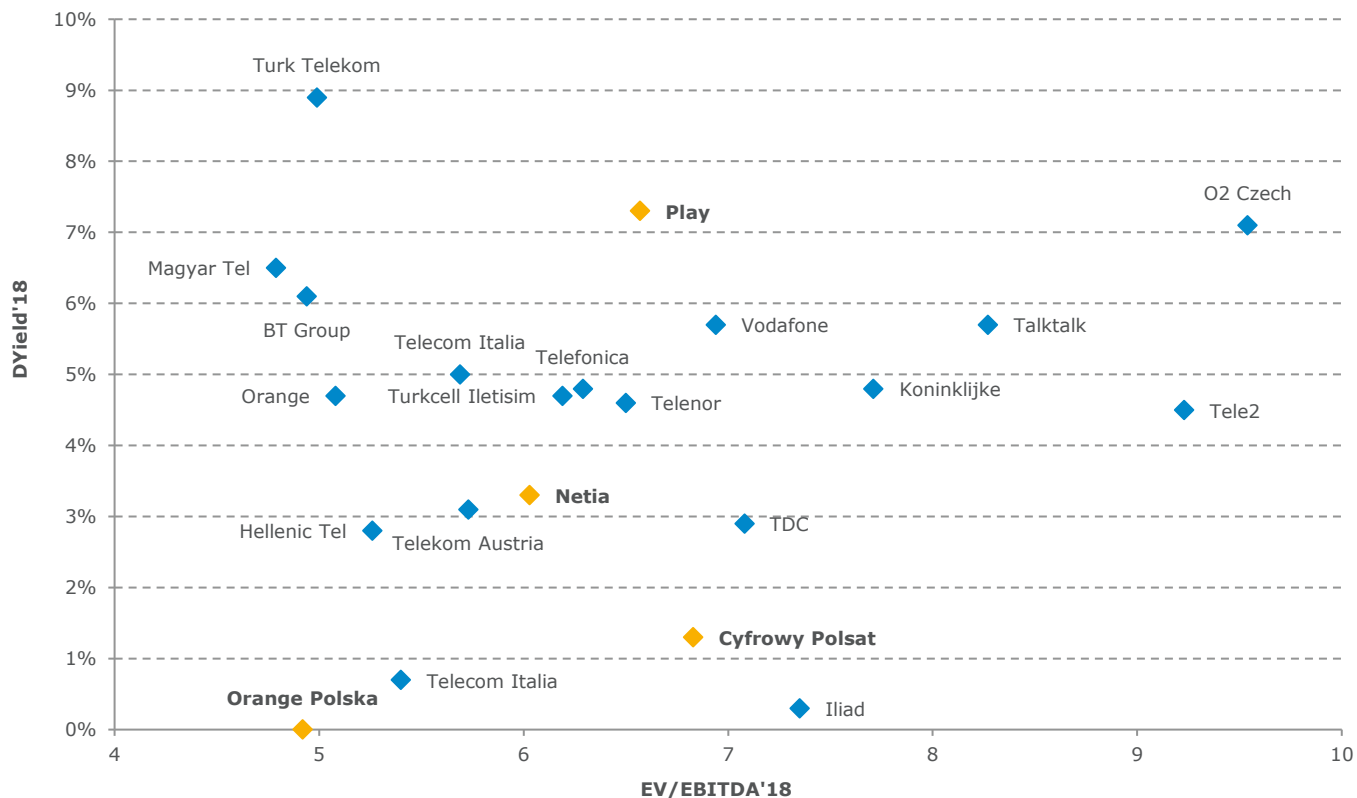
Wartość firmy na akcję (PLN)	25,9
------------------------------	------

### EV/EBITDA'18 vs. wzrost wyniku EBITDA w okresie 2017-18 dla Cyfrowego Polsatu i telekomów



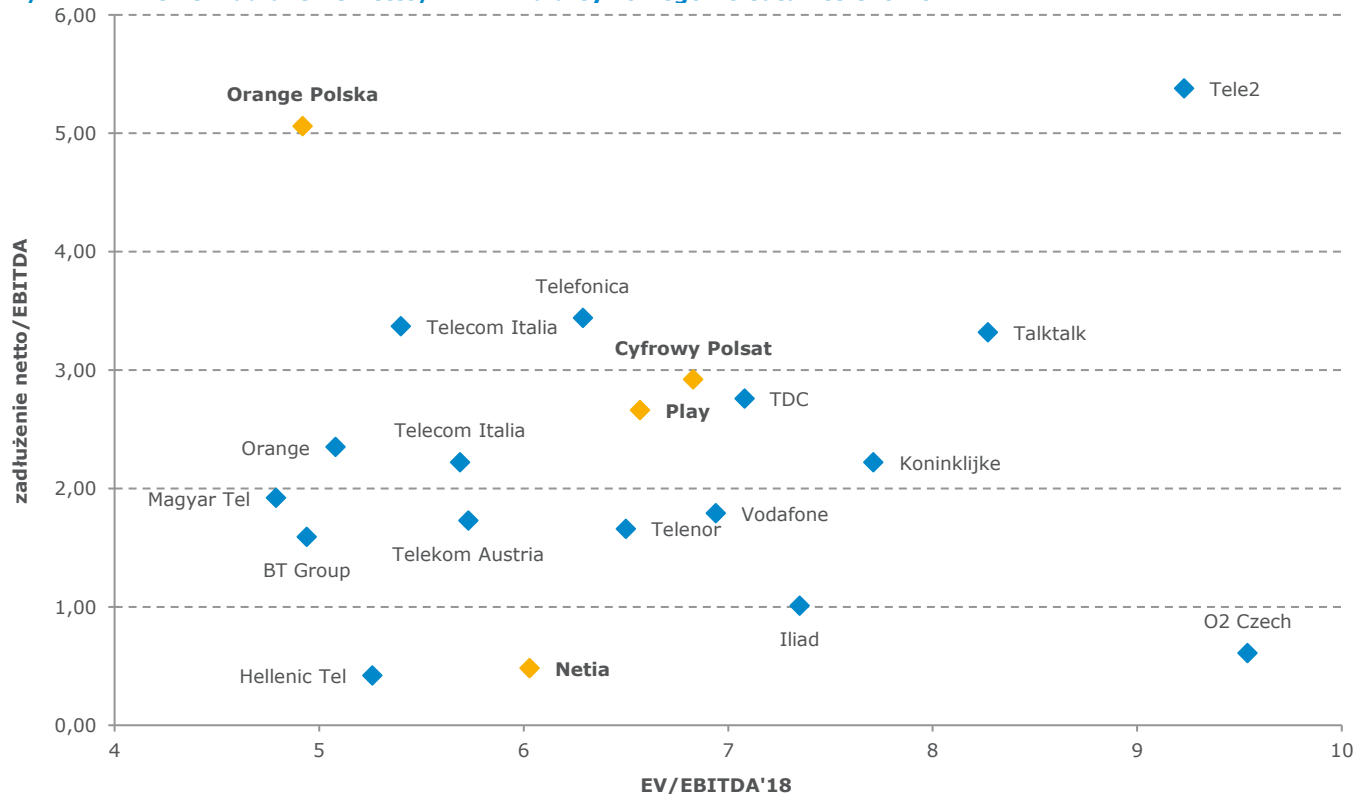
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

EV/EBITDA'18 vs. DYield'18 dla Cyfrowego Polsatu i telekomów



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

EV/EBITDA'18 vs. zadłużenie netto/EBITDA dla Cyfrowego Polsatu i telekomów



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku



**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P*	2019P*	2020P*	2021P*
Przychody ze sprzedaży	9 823	9 730	9 822	11 502	11 626	11 761	11 907
zmiana		-0,9%	1,0%	17,1%	1,1%	1,2%	1,2%
EBIT	1 986	1 669	1 844	1 960	2 175	2 335	2 486
marża	20,2%	17,2%	18,8%	17,0%	18,7%	19,9%	20,9%
EBITDA	3 685	3 641	3 622	3 920	4 024	4 083	4 144
marża	37,5%	37,4%	36,9%	34,1%	34,6%	34,7%	34,8%
Koszty finansowe	-653	-636	-534	-417	-354	-336	-300
Inne	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	1 332	1 033	1 310	1 544	1 821	1 999	2 186
marża	13,6%	10,6%	13,3%	13,4%	15,7%	17,0%	18,4%
Podatek	-169	-171	-249	-293	-346	-380	-415
Zyski mniejszości	0	0	0	13	10	12	13
Zysk netto	1 163	863	1 061	1 250	1 464	1 607	1 757
marża	11,8%	8,9%	10,8%	10,9%	12,6%	13,7%	14,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5
EPS	1,82	1,35	1,66	1,96	2,29	2,51	2,75
CEPS	4,48	4,43	4,44	5,02	5,18	5,25	5,34
ROAE	11,4%	7,6%	8,7%	9,4%	10,1%	10,2%	10,3%
ROAA	4,4%	3,1%	3,7%	4,4%	5,2%	5,7%	6,2%

\*proforma (zakładamy przejęcie kontroli nad Netią na koniec 2017 r.)

## Rachunek wyników proforma

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	11 395	11 252	11 255	11 502	11 626	11 761	11 907
zmiana		-1,3%	0,0%	2,2%	1,1%	1,2%	1,2%
EBIT	2 014	1 694	1 924	1 960	2 175	2 335	2 486
marża	17,7%	15,1%	17,1%	17,0%	18,7%	19,9%	20,9%
EBITDA	4 134	4 067	4 006	3 920	4 024	4 083	4 144
marża	36,3%	36,1%	35,6%	34,1%	34,6%	34,7%	34,8%
Koszty finansowe	-661	-643	-546	-417	-354	-336	-300
Inne	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	1 353	1 051	1 377	1 544	1 821	1 999	2 186
marża	11,9%	9,3%	12,2%	13,4%	15,7%	17,0%	18,4%
Podatek	-187	-156	-260	-293	-346	-380	-415
Zyski mniejszości	0	0	0	13	10	12	13
Zysk netto	1 166	895	1 117	1 250	1 464	1 607	1 757
marża	10,2%	8,0%	9,9%	10,9%	12,6%	13,7%	14,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5
EPS	1,82	1,40	1,75	1,96	2,29	2,51	2,75
CEPS	5,14	5,11	5,00	5,02	5,18	5,25	5,34
ROAE	9,5%	7,0%	8,8%	9,8%	10,5%	10,6%	10,7%
ROAA	4,0%	3,0%	3,8%	4,4%	5,2%	5,7%	6,2%

**Bilans**

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
<b>AKTYWA</b>	26 490	27 729	28 679	28 327	27 898	28 181	28 454
Majątek trwały	22 261	23 959	25 760	25 217	24 794	24 483	24 743
Majątek obrotowy	4 229	3 770	2 919	3 110	3 104	3 698	3 711
Krótkoterm. aktywa programowe	192	192	220	224	225	226	227
Zapasy	281	279	277	282	284	285	286
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	1 619	1 688	2 000	2 134	2 204	2 249	2 282
Pozostałe	542	258	339	427	480	685	857
Środki pieniężne	1 595	1 354	83	132	52	600	578
<b>PASYWA</b>	26 490	27 729	28 679	28 327	27 898	28 181	28 454
Kapitał własny	10 250	11 378	12 234	13 267	14 527	15 768	17 124
Jed. niekontrolujące				755	767	778	790
Zobowiązania długoterminowe	7 774	12 671	11 227	9 975	8 418	7 594	6 644
Dług	6 376	11 159	9 794	8 542	6 985	6 161	5 211
Inne zobowiązania	1 398	1 511	1 432	1 432	1 432	1 432	1 432
Zobowiązania krótkoterminowe	8 467	3 681	4 463	4 318	4 175	4 029	3 884
Dług	6 012	1 317	1 967	1 967	1 967	1 967	1 967
Zobowiązania handlowe	1 485	1 570	1 658	1 513	1 371	1 225	1 079
Pozostałe	969	794	838	837	837	837	837
Dług	12 388	12 477	11 761	10 510	8 953	8 129	7 179
Dług netto	10 793	11 123	11 679	10 377	8 901	7 529	6 601
(Dług netto / Kapitał własny)	1,1	1,0	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4
(Dług netto / EBITDA)	2,93	3,06	3,22	2,65	2,21	1,84	1,59
BVPS	16,0	17,8	19,1	20,7	22,7	24,7	26,8

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	2 753	2 885	2 915	3 338	3 462	3 514	3 554
Zysk netto	1 163	1 021	1 061	1 250	1 475	1 619	1 771
Amortyzacja	1 699	2 008	1 777	1 960	1 849	1 749	1 658
Odsetki	653	542	534	417	356	339	307
Zmiany w kap. obrot. i pozostałe	-763	-686	-458	-290	-218	-193	-181
Przepływy inwestycyjne	-727	-1 003	-2 400	-1 415	-1 425	-1 437	-1 918
CAPEX	-727	-1 003	-935	-1 415	-1 425	-1 437	-1 918
Pozostałe	0	0	-1 465	0	0	0	0
Przepływy finansowe	-694	2 714	-1 785	-1 874	-2 118	-1 529	-1 658
Zmiana długu	-41	3 559	-1 046	-1 252	-1 557	-824	-950
Emisja akcji	0	0	0	0	0	0	0
Dywidendy/buy-back	0	0	-205	-205	-205	-366	-402
Pozostałe	-653	-846	-534	-417	-356	-339	-307
Zmiana stanu środków pieniężnych	1 332	4 595	-1 270	49	-80	548	-22
Środki pieniężne na koniec okresu	1 595	1 354	83	132	52	600	578
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,32	0,32	0,32	0,57	0,63
FCFE	1 373	1 339	-20	1 506	1 681	1 738	1 329
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	7,4%	10,3%	9,5%	12,3%	12,3%	12,2%	16,1%

**Wskaźniki rynkowe**

	2015	2016	2017P**	2018P*	2019P*	2020P*	2021P*
P/E	13,6	18,3	14,1	12,6	10,8	9,8	9,0
P/CE	5,5	5,5	4,9	4,9	4,8	4,7	4,6
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
P/S	1,6	1,6	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3
FCFE Yield	8,7%	8,5%	9,8%	9,5%	10,6%	11,0%	8,4%
EV/EBITDA	7,2	7,4	6,9	6,7	6,1	5,7	5,4
EV/EBIT	13,4	16,1	14,3	13,3	11,3	10,0	9,0
EV/S	2,7	2,8	2,4	2,3	2,1	2,0	1,9
DYield	0,0%	0,0%	2,2%	1,3%	1,3%	2,3%	2,5%
Cena (PLN)	24,70	24,70	24,70	24,70	24,70	24,70	24,70
Liczba akcji na koniec roku (mln)	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5
MC (mln PLN)	15 797	15 797	15 797	15 797	15 797	15 797	15 797
EV (mln PLN)	26 590	26 920	27 441	26 140	24 663	23 291	22 364

\*proforma (zakładamy przejęcie kontroli nad Netią na koniec 2017 r.); \*\*wskaźnik na 2017 r. uwzględnia wyniki Netii z 2017 r.

**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 księgową  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**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  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgową) – 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

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**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:

**KUPIJ** – 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 posługującego 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił 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.

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.

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 31 stycznia 2018 o godzinie 08:42.  
 Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 31 stycznia 2018 o godzinie 08:42.

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

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, 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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**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.

**Rekomendacje dotyczące spółki Cyfrowy Polsat wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2017-11-03	2017-08-29	2017-01-27
cena docelowa (PLN)	24,40	24,40	22,30
kurs z dnia rekomendacji	24,58	27,80	24,65



**Dom Maklerski mBanku**

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

**Departament Analiz**

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

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

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

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

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

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

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

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

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

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

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

**Biuro Aktywnej Sprzedaży**

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

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