

środa, 1 kwietnia 2020 | aktualizacja raportu

# Cyfrowy Polsat: trzymaj (podtrzymana)

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

## Wysoki FCFE, dywidenda niezagrażona

Ze względu na negatywny wpływ koronawirusa na rynek działalności Cyfrowego Polsatu, w niniejszym raporcie przedstawiamy zrewidowane prognozy wyników finansowych. W części telekomunikacyjnej odnosimy się do głównych ryzyk: możliwego przeciążenia sieci, spadku liczby klientów, załamania się obrotów sprzętem spotęgowanym przez zamknięcie punktów sprzedaży, spadku popytu na roaming międzynarodowy. W części mediowej, bardziej wolatylnej, głównym zagrożeniem jest istotny spadek rynku reklamy w Polsce od 2Q'20 ze względu na post-korono recesję gospodarczą. W scenariuszu bazowym zakładamy, że wpływ powyższych czynników będzie skutkował spadkiem wyniku EBITDA ex. MSSF16 o 4,6%. W tym punkcie zaznaczamy, że sytuacja jest dynamiczna (dużo zależy od czasu trwania epidemii), stąd prognozy mogą być obciążone dużym błędem. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 24,10 PLN. Telekomunikacja jest sektorem, który zalecamy przeważać w obecnym momencie rynku, jednak do samego Cyfrowego Polsatu mamy neutralne podejście. Wskazujemy na wysoki FCFE Yield (8,5% w 2020 r. bez częstotliwości i ponad 10% od 2021 r.) i dywidendę (DivYield'20 = 3,9%, co przy niskich stopach powinno cieszyć inwestorów). Z drugiej strony Cyfrowy Polsat jest wyceniany z premią do konkurentów: 6,9x na EV/EBITDA vs. 6,1x Play i 5,2x Orange Polska. Największym ryzykiem dla Cyfrowego Polsatu jest obecnie duża niepewność na rynku reklamy (jednak segment ten generuje <15% zysku EBITDA).

## Zakup Interii

Cyfrowy chce przejąć portal Interia.pl. Choć większość spółek koncentruje się obecnie na swojej płynności, sądzimy, że zakup grupy Interia nie zwiększy istotnie ryzyka kredytowego w grupie CPS. Potencjalną transakcję oceniamy pozytywnie. Cyfrowy jest jednym z największych producentów kontentu rozrywkowego i informacyjnego w kraju, stąd synergia z grupą Interia są duże. Poprzez transakcję Cyfrowy nabiera ekspozycji na rosnący rynek reklamy internetowej i może dalej konsolidować branżę. Zakładamy, że Cyfrowy będzie kontynuować działalność M&A poprzez zakupy portali e-commerce (na wzór niemieckiego ProSieben).

## Tąpnięcie na rynku reklamy pewne

Reklama jest cykliczną branżą. Obecnie obserwujemy już przesuwanie kampanii reklamowych na moment po opanowaniu epidemii. Na chwilę obecną wszelkie prognozy rynku reklamy są obciążone dużym błędem. Dane historyczne pokazują wysoką zależność kondycji reklamy i PKB. Warto zauważyć, że reklama podczas kryzysu 2008/09 spadała o więcej niż 10% R/R. Sądzimy, że sytuacja w 2020 r. będzie gorsza ze względu na (1) problemy firm z produkcją, (2) ograniczenie wychodzenia z domu, (3) problemy z kampaniami wizerunkowymi (negatywne podejście konsumentów do budowania marek w czasie zagrożenia). Ze względu na oczekiwany spadek PKB (-0,3 p.p.) w 2020 r. oraz po rozmowach z przedstawicielami środowiska reklamowego sądzimy że reklama w Polsce będzie spadać w 2020 r. w tempie dwucyfrowym.

| (mIn PLN)    | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody    | 10 686 | 11 676 | 11 376 | 11 661 | 12 002 |
| EBITDA       | 3 698* | 4 197  | 4 026  | 4 234  | 4 353  |
| marża EBITDA | 34,6%* | 35,9%  | 35,4%  | 36,3%  | 36,3%  |
| EBIT         | 1 727  | 1 967  | 1 850  | 2 156  | 2 365  |
| Zysk netto   | 834    | 1 101  | 1 221  | 1 490  | 1 649  |
| P/E          | 18,3   | 13,8   | 12,5   | 10,2   | 9,2    |
| P/CE         | 5,4    | 5,3    | 5,2    | 4,9    | 4,8    |
| P/BV         | 1,2    | 1,1    | 1,1    | 1,0    | 0,9    |
| EV/EBITDA    | 6,8    | 6,7    | 6,9    | 6,4    | 7,0    |
| DPS          | 0,00   | 0,93   | 0,93   | 0,93   | 1,27   |
| DYield       | 0,0%   | 3,9%   | 3,9%   | 3,9%   | 5,3%   |

\*wg MSR17

|                                      |              |
|--------------------------------------|--------------|
| <b>Cena bieżąca</b>                  | 23,82 PLN    |
| <b>Cena docelowa</b>                 | 24,10 PLN    |
| <b>Kapitalizacja</b>                 | 15,2 mld PLN |
| <b>Free float</b>                    | 6,5 mld PLN  |
| <b>Średni dzienny obrót (3 m-ce)</b> | 31,9 mln PLN |

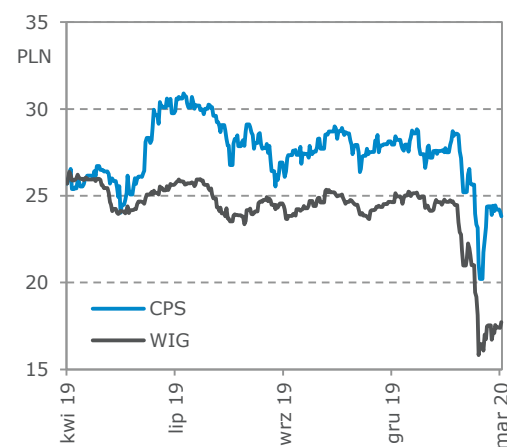
## Struktura akcjonariatu

|                    |        |
|--------------------|--------|
| Zygmunt Solorz-Żak | 56,95% |
| Pozostali          | 43,05% |

## 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 (3,9 mln użytkowników) oraz Telewizja Polsat – wiodący nadawca komercyjny w Polsce z oglądalnością na poziomie 25,1% w 3Q'19. W roku 2014 CPS zakończył proces akwizycji spółki Polkomtel, jednego z głównych polskich operatorów sieci cyfrowej telefonii komórkowej z zasięgiem na poziomie 96% kraju, spółka ma > 7,8 mln RGUs z telefonii komórkowej.

## Kurs akcji CPS na tle WIG



| Spółka         | Cena docelowa |       | Rekomendacja |         |
|----------------|---------------|-------|--------------|---------|
|                | nowa          | stara | nowa         | stara   |
| Cyfrowy Polsat | 24,10         | 26,10 | trzymaj      | trzymaj |

| Spółka         | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|----------------|--------------|---------------|------------------|
|                |              |               |                  |
| Cyfrowy Polsat | 23,82        | 24,10         | +1,2%            |

| Zmiana prognoz od ostatniego raportu | 2020P | 2021P | 2022P |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|
| Przychody                            | -4,5% | -3,8% | -2,6% |
| EBITDA                               | -5,3% | -2,7% | -1,5% |
| Zysk netto                           | -7,6% | -0,6% | +1,4% |

## Analityk:

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

## Aktualizacja prognoz w obliczu recesji

Dynamicznie rozwijająca się pandemia COVID-19 oraz środki zaradcze wprowadzone przez poszczególne państwa zmieniły otoczenie biznesowe dla spółek telekomunikacyjnych. Notowania WIG-Telekomunikacja spadły w ciągu miesiąca o 13,1% (vs. WIG -22,9%), WIG-Media o 25,9%, co odzwierciedla bardziej defensywny/cykliczny charakter sektora. W niniejszej publikacji przedstawiamy bieżące otoczenie makro dla Cyfrowego Polsatu, nasz scenariusz bazowy oraz dwa scenariusze pokazujące inne realia biznesowe (pozytywne i negatywne).

### Kluczowe kwestie w sektorze telekomunikacyjnym

Oto lista najważniejszych kwestii, o których trzeba pamiętać w sektorze telekomunikacyjnym:

#### 1. Wzrost ruchu i możliwe przeciążenie sieci

Zamknięcie placówek oświatowych oraz zmiana sposobu pracy na zdalną mają oczywisty wpływ na zwiększony ruch w sieciach telekomunikacyjnych. Akcja #zostanwdomu oraz szeroka kwarantanna spowodowała istotny wzrost popytu na serwisy streamingowe (szacunki +20-30% dotychczas). W poszczególnych krajach świata pojawiły się obawy o przeciążenie sieci. Pomimo, że lokalnie konsumenci zgłaszają problemy z przeciążeniem sieci, polscy operatorzy (zarówno stacjonarni jak i mobilni) uspokajają:

- Play poinformował, że w ostatnich dniach natężenie ruchu głosowego w tej sieci wzrosło o 30%, natomiast ruch transmisji danych w ciągu dnia wzrasta o 40% i wyrównuje się wieczorem do standardowego poziomu.
- T-Mobile Polska podaje, że wzrosty ruchu ustabilizowały się „na nowych poziomach”. Sieć T-Mobile realizuje obecnie 40% więcej połączeń głosowych niż na początku marca. W dzień powszedni ich średnia długość wzrosła o 25%, a w weekend o 60%. Operator podaje również, że wzrost ruchu transmisji danych w jego sieci jest mniejszy od głosowego – w porównaniu do początku miesiąca wzrósł o 25%. Bez zmian z okresem największego natężenia, który nadal przypada na późne popołudnie i wieczór (20.00-22.00), czyli po godzinach pracy.
- UPC Polska podało, że w minionym tygodniu ruch internetowy w jego infrastrukturze sieciowej w Polsce wzrósł o blisko 40%. w stosunku do tygodni poprzedzających zagrożenie COVID-19. Obecne obciążenie w szczytowych momentach nie przekracza 3/4 dostępnej pojemności.

**W scenariuszu bazowym przyjmujemy, że nie wystąpią techniczne problemy w sieci na dużą skalę.**

#### 2. Spadek liczby klientów, ograniczenie przenoszenia numerów

Patrząc na duży popyt na usługi telekomunikacyjne uważamy, że w krótkim terminie ryzyko odejścia klientów nie jest duże. Dane z Chin pokazują, że w wyniku pandemii COVID-19 telekomunikacyjne prawie nie traciły klientów: China Mobile w styczniu i lutym stracił 8,1 mln klientów (vs. 950,3 mln SIM na koniec 2019 r., tj. spadek o mniej niż 1 %). Spadek ten miał wynikać głównie z zakazu poruszania się (pracujący w innych prowincjach Chińczycy posiadali kolejne karty SIM, z których rezygnowali w czasie pandemii). Sądzymy, że istnieje ryzyko spadku liczby klientów w dłuższym terminie biorąc pod uwagę spadek

aktywności gospodarczej. Z drugiej strony zwracamy uwagę, że wzrost ruchu był głównym motorem napędowym wzrostu cen na rynku mobilnym w 2019 r. (operatorzy wprowadzali oferty typu „więcej za więcej”). **Naszym zdaniem dwa efekty powinny się więc równoważyć. Istnieje nawet pewna szansa na wzrost ARPU u operatorów mobilnych (więcej zakupionych paczek danych przez klientów).**

#### 3. Zamknięcie punktów sprzedaży

Zamknięcie galerii handlowych ma bezpośredni wpływ na sieć sprzedaży telekomów. UPC Polska zamknęła większość punktów sprzedaży – ma ich kilkadziesiąt – z wyjątkiem czterech salonów w Warszawie, Gdańsku, Katowicach oraz Krakowie. Play informował, że punkty sprzedaży poza galeriami pozostaną otwarte, ale że sytuacja jest „dynamiczna” więc przed wizytą w salonie warto sprawdzić, czy dany punkt jest otwarty. Podobna jest polityka dotycząca sieci sprzedaży T-Mobile i Orange.

#### 4. Spadek popytu na roaming międzynarodowy

Szacujemy, że zyski czerpane z roamingu międzynarodowego wynoszą ok. 100 mln PLN rocznie w przypadku każdego z MNO. Drastyczny spadek przemieszczana się ludność przełoży się negatywnie na wyniki przedstawicieli sektora.

#### 5. Aukcja 5G

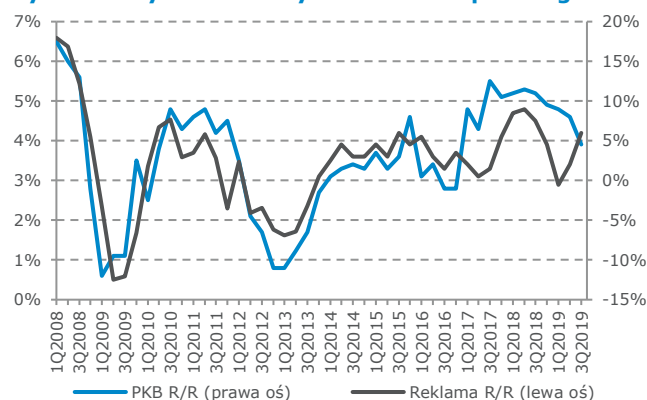
Francuski regulator rynku telekomunikacyjnego odroczył aukcję częstotliwości 5G. Aukcja miała się zacząć w drugiej połowie kwietnia. Regulator uzasadnia decyzję „względami operacyjnymi” oraz brakiem możliwości przeprowadzenia próbnego aukcji. Polski regulator, Urząd Komunikacji Elektronicznej poinformował, że termin składania ofert wstępnych na częstotliwości 5G nie ulega zmianie na chwilę obecną. Termin składania ofert wstępnych w ogłoszonej w dniu 6 marca 2020 r. aukcji na cztery rezerwacje częstotliwości z pasma 3480-3800 GHz. Oferty należy złożyć do 23 kwietnia 2020 r. Aukcja próbna, a dalej licytacja odbędą się nie wcześniej niż 15 maja 2020 r. Sądzymy, że do przełożenia aukcji może dojść jeśli nastąpi dalsza eskalacja prewencji koronawirusowej (w tym poszerzenie kwarantanny). **W scenariuszu bazowym przyjmujemy jednak, że aukcja odbędzie się w 2020 r., a każdy z telekomów zapłaci ok. 550 mln PLN.**

### Kluczowe kwestie w sektorze mediowym

Koronawirus wpłynął na rynek reklamowy w szybkim tempie. Obecnie obserwujemy masowe przesuwanie kampanii reklamowych na moment po opanowaniu epidemii. Niektóre kampanie wizerunkowe, z których marketerzy rezygnują najczęściej na końcu, przestały mieć rację bytu. W dobie powszechnego zagrożenia można być oskarżonym o wykorzystywanie tragicznej sytuacji (głośna sprawa reklamy McDonalds w brazylijskich mediach). Głównym czynnikiem wpływającym na reklamę jest powszechny lockdown, który na niektóre media działa bardzo niekorzystnie (outdoor), a na niektóre korzystnie (np. na reklamę TV ze względu na wzrost oglądalności). Na chwilę obecną wszelkie prognozy rynku reklamy są obciążone dużym błędem. Dane historyczne pokazują wysoką zależność kondycji reklamy i PKB. Warto zauważyć, że reklama podczas kryzysu 2008/09 spadała o więcej niż 10% R/R. Sądzymy, że sytuacja w 2020 r. będzie gorsza ze względu na (1) problemy firm z produkcją, (2) ograniczenie wychodzenia z domu, (3) wspomniane problemy z kampaniami wizerunkowymi – część firm zamierza przeznaczyć większe środki na walkę z pandemią (przykład:

Coca-Cola zawiesza działania reklamowe do odwołania na wszystkich rynkach na całym świecie, firma przekaże środki na walkę z wirusem).

#### Dynamika rynku reklamy na tle zmian polskiego PKB



Ze względu na oczekiwany spadek PKB (-0,3 p.p.) w 2020 roku oraz po rozmowach z przedstawicielami środowiska reklamowego, wyznaczamy w scenariuszu bazowym naszą prognozę spadku rynku reklamy na -14%, a prognozę spadku reklamy TV na -16%. Zakładamy, że narodowy lockdown utrzyma się przez okres połowa marca'20-połowa maja'20. Podkreślamy, że nasza prognoza może być obciążona błędem. Jeśli doszłoby do znacznego przedłużenia się stanu epidemicznego, sądzimy że spadki w reklamie będą dużo głębsze.

#### Scenariusz bazowy

- Segment usług dla klientów indywidualnych i biznesowych:** W scenariuszu bazowym nie zmieniamy naszych założeń dotyczących liczby klientów. W biznesie mobilnym przyjmujemy stabilną pozycję rynkową sieci Plus (mając na uwadze niską skłonność do przenoszenia numerów), w Netii nie zakładamy istotnego spowolnienia sprzedaży. Do cen podeszliśmy dość sceptycznie: na tę chwilę nie zakładamy także ponadprzeciętnego wzrostu ARPU wynikającego ze zwiększonego zużycia, jednak wierzymy jednak w dalszą poprawę prycingu na rynku, ale jej poziom jest podobny jak estymowaliśmy przed wybuchem epidemii koronawirusa. Zakładamy, że sprzedaż sprzętu w całym 2020 r. spadnie o 25%, co wynika z ograniczenia aktów sprzedaży o 80% w okresie dwóch miesięcy do połowy maja'20 oraz mniejszej aktywności do końca 2020 r. Uwzględniamy wyższe przychody i koszty interkonkretowe (symetryczne, tj. bez wpływu na wynik). Zakładamy spadek zysku z roamingu o połowę w 2020 r. ze względu na mniejszą mobilność w kluczowym sezonie wakacyjnym 2020 r. Spodziewamy się pewnych cięć w kosztach dystrybucji i marketingu, niewielkich w wynagrodzeniach. Zakładamy także większą skalę odpisów złych należności.

#### Kluczowe założenia dotyczące sprzedaży usług

| (mln PLN)        | 2020P   | 2021P   | 2022P   |
|------------------|---------|---------|---------|
| Liczba klientów  | 5,58    | 5,56    | 5,55    |
| ARPU postpaid    | 85,9    | 87,9    | 89,5    |
| Sprzedaż sprzętu | 1 147,8 | 1 240,9 | 1 336,3 |

Źródło: mBank

- Segment nadawania i produkcji TV:** Sądzymy, że Cyfrowy Polsat wypadnie lepiej niż szeroki rynek reklamy TV 2020 r., tj. zakładamy 14% spadku przychodów reklamowych w całym roku. Zakładamy w drugiej strony cięcia kosztów operacyjnych, zwłaszcza kosztów produkcji kontentu własnego i reklamy.
- CAPEX:** Oczekujemy, że Cyfrowy Polsat nie zmienia podejścia do wydatków inwestycyjnych. Zgodnie z guidance od Zarządu zakładamy CAPEX do 11% przychodów. Korygujemy nasze założenie dotyczące aukcji 5G. Przyjmujemy, że aukcja odbędzie się w 2020 roku, a każdy z operatorów wyda 550 mln PLN na jeden z czterech bloków (wcześniej nasza prognoza była równa 1,3 mld PLN; ze względu na warunki w aukcji, tj. m.in. równe bloki i cena wywoławcza 450 mln PLN skorygowaliśmy te założenia, efektywne ograniczenie potencjalnych kupujących do czterech polskich MNO).
- FCFE:** Szacujemy, że w 2020 r. Cyfrowy Polsat wygeneruje 1,3 mld PLN (stabilny poziom R/R), dzięki dużo mniejszemu negatywnemu bilansowi na kapitale obrotowym R/R (z/we na niższą sprzedaż sprzętu).

#### Założenie dotyczące generowanych FCFE

| (mln PLN)                 | 2020P | 2021P | 2022P |
|---------------------------|-------|-------|-------|
| FCFE (ex. częstotliwości) | 1 289 | 1 512 | 1 637 |
| FCFE Yield                | 8,5%  | 9,9%  | 10,7% |

Źródło: mBank

#### Scenariusz optymistyczny

- Oczekujemy: (1) mniejszego spadku marży na sprzedaży sprzęcie oraz (2) większego wzrostu cen ze względu na wyższe wykorzystanie danych mobilnych, a także większych cięć w kosztach operacyjnych segmentu telewizyjnego (o ok. 40 mln PLN).

#### Założenia dla scenariusza optymistycznego

| (mln PLN)        | 2020P   | 2021P   | 2022P   |
|------------------|---------|---------|---------|
| Liczba klientów  | 5,58    | 5,56    | 5,55    |
| ARPU postpaid    | 86,8    | 88,7    | 90,3    |
| Sprzedaż sprzętu | 1 147,8 | 1 240,9 | 1 336,3 |
| EBITDA MSSF16    | 4 147   | 4 357   | 4 479   |
| marża EBITDA     | 36,3%   | 37,2%   | 37,1%   |

**Wycena DCF/akcję (9M)** 28,60

Źródło: mBank

#### Scenariusz pesymistyczny

- Oczekujemy: (1) dłuższego zamknięcia punktów sprzedaży i mniejszej chęci klientów do zakupu nowego sprzętu, (2) wolniejszy wzrost ARPU oraz (3) spadek rynku reklamy o 30% (zakładane odbicie U-kształtne w latach 2021-22)

#### Założenia dla scenariusza pesymistycznego

| (mln PLN)        | 2020P | 2021P   | 2022P   |
|------------------|-------|---------|---------|
| Liczba klientów  | 5,58  | 5,56    | 5,55    |
| ARPU postpaid    | 85,7  | 87,6    | 89,2    |
| Sprzedaż sprzętu | 918,3 | 1 085,7 | 1 257,7 |
| EBITDA MSSF16    | 3 797 | 4 072   | 4 179   |
| marża EBITDA     | 34,6% | 35,8%   | 35,5%   |

**Wycena DCF/akcję (9M)** 22,61

Źródło: mBank

## Wycena

Wartość spółki Cyfrowy Polsat szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej (obniżamy wagę wyceny porównawczej z 50% do 33% ze względu na fakt, że obecne wskaźniki spółek porównywalnych mogą być zniekształcone przez niezaktualizowane jeszcze prognozy konsensusu). Cenę docelową akcji szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 24,10 PLN.

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Cyfrowego Polsatu w okresie 2020-2029.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50% i tempo wzrostu FCF po okresie prognozy na poziomie 0,0%.
- W wycenie DCF bierzemy pod uwagę stan długu netto na koniec 2019 r., czyli 10,8 mld PLN, bez

uwzględniania długu wynikającego z MSSF16 (bez leasingów), jednocześnie nie uwzględniamy amortyzacji praw do użytkowania.

- Uwzględniamy wartość kapitałów mniejszości oraz udziały w Asseco Poland (po cenie rynkowej).
- Zakładamy wydatek rzędu 550 mln PLN za pasma 3,4-3,8 GHz w aukcji organizowanej w 2020 r.

| (PLN)                          | waga | cena         |
|--------------------------------|------|--------------|
| Wycena porównawcza             | 33%  | 18,05        |
| Wycena DCF                     | 67%  | 24,96        |
| cena wynikowa                  |      | 22,66        |
| <b>cena docelowa za 9 m-cy</b> |      | <b>24,10</b> |

## Model DCF

| (mIn PLN)                 | 2020P  | 2021P  | 2022P  | 2023P  | 2024P  | 2025P  | 2026P  | 2027P  | 2028P  | 2029P  | 2029+ |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Przychody ze sprzedaży    | 11 376 | 11 661 | 12 002 | 12 198 | 12 385 | 12 574 | 12 769 | 12 969 | 13 171 | 13 348 |       |
| zmiana                    |        | 2,5%   | 2,9%   | 1,6%   | 1,5%   | 1,5%   | 1,5%   | 1,6%   | 1,6%   | 1,3%   |       |
| EBITDA*                   | 3 551  | 3 759  | 3 878  | 3 929  | 3 975  | 4 018  | 4 059  | 4 101  | 4 143  | 4 170  |       |
| marża                     | 31,2%  | 32,2%  | 32,3%  | 32,2%  | 32,1%  | 32,0%  | 31,8%  | 31,6%  | 31,5%  | 31,2%  |       |
| EBIT                      | 1 850  | 2 156  | 2 365  | 2 484  | 2 572  | 2 647  | 2 722  | 2 697  | 2 732  | 2 754  |       |
| marża EBIT                | 16,3%  | 18,5%  | 19,7%  | 20,4%  | 20,8%  | 21,1%  | 21,3%  | 20,8%  | 20,7%  | 20,6%  |       |
| Opodatkowanie EBIT        | 351    | 410    | 449    | 472    | 489    | 503    | 517    | 512    | 519    | 523    |       |
| efektywna stopa podatkowa | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  |       |
| NOPLAT                    | 1 498  | 1 747  | 1 916  | 2 012  | 2 084  | 2 144  | 2 205  | 2 185  | 2 213  | 2 231  |       |
| Amortyzacja               | 1 701  | 1 603  | 1 513  | 1 446  | 1 403  | 1 370  | 1 337  | 1 404  | 1 411  | 1 416  |       |
| CAPEX                     | -1 963 | -1 308 | -2 303 | -2 639 | -1 645 | -1 370 | -1 959 | -1 390 | -1 411 | -1 416 |       |
| Kapitał obrotowy          | -237   | -290   | -241   | -205   | -194   | -197   | -201   | -205   | -208   | -206   |       |
| FCF                       | 1 000  | 1 751  | 885    | 613    | 1 647  | 1 947  | 1 382  | 1 994  | 2 005  | 2 012  | 2 012 |
| WACC                      | 6,5%   | 6,6%   | 6,6%   | 6,5%   | 6,6%   | 6,7%   | 6,7%   | 6,7%   | 6,8%   | 6,9%   | 6,8%  |
| współczynnik dyskonta     | 100,0% | 95,4%  | 89,5%  | 83,9%  | 78,8%  | 73,9%  | 69,3%  | 65,0%  | 60,9%  | 57,0%  | 57,0% |
| PV FCF                    | 954    | 1 567  | 743    | 483    | 1 217  | 1 350  | 898    | 1 214  | 1 142  | 1 072  | 1 147 |
| WACC                      | 6,5%   | 6,6%   | 6,6%   | 6,5%   | 6,6%   | 6,7%   | 6,7%   | 6,7%   | 6,8%   | 6,9%   | 6,8%  |
| 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           | 41,1%  | 39,0%  | 39,4%  | 40,7%  | 39,8%  | 38,2%  | 38,0%  | 36,3%  | 34,3%  | 32,2%  | 34,3% |
| Koszt kapitału własnego   | 8,5%   | 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%   | 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)                      | 29 418      |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)     | 15 675      |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy | 10 640      |
| Wartość firmy (EV)                           | 26 316      |
| Dług netto (2019 r.)                         | 10 792      |
| Inne aktywa nieoperacyjne                    | 1 094       |
| Udziałowcy mniejszościowi                    | 653,2       |
| Wartość firmy                                | 15964       |
| Liczba akcji (mln)                           | 639,5       |
| Wartość firmy na akcję (PLN)                 | 25,0        |
| 9-miesięczny koszt kapitału własnego         | 6,4%        |
| <b>Cena docelowa (PLN)</b>                   | <b>26,6</b> |

|                                   |      |
|-----------------------------------|------|
| EV/EBITDA('20) dla ceny docelowej | 7,4  |
| P/E('20) dla ceny docelowej       | 13,1 |
| Udział TV w EV                    | 60%  |

\*EBITDA w MSR17

## Analiza wrażliwości

|                | Wzrost FCF w nieskończoności |       |             |      |      |
|----------------|------------------------------|-------|-------------|------|------|
|                | -1,0%                        | -0,5% | 0,0%        | 0,5% | 1,0% |
| WACC +1,0 p.p. | 18,3                         | 19,5  | 20,9        | 22,5 | 24,3 |
| WACC +0,5 p.p. | 20,5                         | 21,9  | 23,6        | 25,4 | 27,5 |
| WACC           | 23,0                         | 24,7  | <b>26,6</b> | 28,8 | 31,3 |
| WACC -0,5 p.p. | 25,8                         | 27,7  | 30,0        | 32,6 | 35,8 |
| WACC -1,0 p.p. | 29,0                         | 31,3  | 34,0        | 37,2 | 41,0 |

## 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 telekomunikacja, ze względu na różny poziom amortyzacji w spółkach.

W latach 2020, 2021 i 2022 przyjmujemy równe wagi. Wskaźnik EV/EBITDA skonstruowaliśmy wając mediany wskaźników dla spółek porównywalnych według ilości zysku EBITDA w MSSF16 generowanego dla odpowiednich segmentów nowej spółki (w tym wskaźnik dla telekomunikacji skonstruowaliśmy biorąc pod uwagę telekomunikację zachodnią i telekomunikację z regionu CEE po 50%).

## Analiza porównawcza

|                                     | EV/EBITDA   |            |            | P/E         |             |            |
|-------------------------------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|
|                                     | 2020P       | 2021P      | 2022P      | 2020P       | 2021P       | 2022P      |
| <b>Spółki telekomunikacyjne</b>     |             |            |            |             |             |            |
| BT GROUP PLC                        | 3,9         | 4,0        | 3,9        | 5,0         | 5,1         | 5,1        |
| DEUTSCHE TELEKOM AG-REG             | 5,6         | 5,4        | 5,2        | 10,8        | 9,7         | 8,8        |
| ILIAD SA                            | 7,7         | 7,0        | 6,6        | 32,6        | 21,8        | 17,4       |
| KONINKLIJKE KPN NV                  | 6,5         | 6,4        | 6,2        | 17,5        | 14,7        | 13,5       |
| ORANGE                              | 5,2         | 5,1        | 5,0        | 10,6        | 9,8         | 8,8        |
| TALKTALK TELECOM GROUP              | 7,3         | 7,0        | 6,8        | 17,9        | 14,8        | 13,6       |
| TELE2 AB-B SHS                      | -           | -          | -          | -           | -           | -          |
| TELECOM ITALIA SPA                  | 11,8        | 11,3       | 10,7       | 21,6        | 20,0        | 18,4       |
| TELEFONICA SA                       | 5,1         | 5,0        | 5,1        | 7,2         | 6,4         | 5,8        |
| TELEKOM AUSTRIA AG                  | 5,4         | 5,4        | 5,3        | 6,4         | 6,2         | 5,8        |
| TELENOR ASA                         | 4,8         | 4,7        | 4,6        | 9,7         | 9,3         | 8,9        |
| VODAFONE GROUP PLC                  | 6,4         | 6,2        | 5,9        | 16,6        | 12,5        | 10,6       |
| (1) Mediana                         | 6,0         | 5,8        | 5,6        | 12,7        | 11,2        | 9,7        |
| ORANGE POLSKA SA                    | 5,0         | 5,0        | 5,0        | 36,4        | 25,5        | 19,7       |
| TURK TELEKOMUNIKASYON AS            | 3,2         | 2,9        | 2,6        | 6,5         | 5,6         | 4,5        |
| TURKCELL ILETISIM HIZMET AS         | 3,1         | 2,7        | 2,4        | 7,0         | 5,7         | 4,9        |
| O2 CZECH REPUBLIC AS                | 6,8         | 6,9        | 6,8        | 13,8        | 13,6        | 13,1       |
| MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA        | 3,5         | 3,5        | 3,5        | 8,6         | 10,0        | 15,3       |
| PLAY COMMUNICATIONS SA              | 5,6         | 5,4        | 5,1        | 7,9         | 7,8         | 7,1        |
| NETIA SA                            | 4,4         | 4,1        | -          | 22,6        | 16,7        | -          |
| HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA        | 4,6         | 4,5        | 4,3        | 13,0        | 11,2        | 9,8        |
| (2) Mediana                         | 4,5         | 4,3        | 4,3        | 10,8        | 10,6        | 9,8        |
| Średnia (1) i (2)                   | 5,3         | 5,0        | 5,0        | 11,8        | 10,9        | 9,8        |
| <b>Operatorzy DTH</b>               |             |            |            |             |             |            |
| COMCAST CORP-CLASS A                | 7,8         | 7,5        | 6,9        | 11,5        | 10,6        | 9,3        |
| SHAW COMMUNICATIONS INC-B           | 7,3         | 7,0        | 6,9        | 17,6        | 16,1        | 15,1       |
| COGECO CABLE INC                    | 7,0         | 6,8        | 6,8        | 13,2        | 12,5        | 13,1       |
| LIBERTY GLOBAL PLC-A                | 6,4         | 6,4        | 6,2        | -           | -           | 51,2       |
| DISH NETWORK CORP-A                 | 9,3         | 10,0       | 11,4       | 9,4         | 10,9        | 12,9       |
| Mediana                             | 7,3         | 7,0        | 6,9        | 12,3        | 11,7        | 13,1       |
| <b>Nadawcy telewizyjni</b>          |             |            |            |             |             |            |
| M6-METROPOLE TELEVISION             | 4,3         | 4,0        | 4,0        | 8,8         | 8,0         | 7,5        |
| ITV PLC                             | 5,5         | 5,1        | 4,9        | 5,9         | 5,3         | 5,3        |
| MEDIASET SPA                        | 7,1         | 6,9        | -          | 12,3        | 11,0        | 11,9       |
| PROSIEBEN SAT.1 MEDIA AG-PRF        | 5,3         | 4,9        | 4,7        | 5,2         | 4,4         | 4,3        |
| ATRESMEDIA CORP DE MEDIOS DE        | 5,0         | 5,1        | 5,1        | 5,6         | 5,8         | 5,8        |
| MODERN TIMES GROUP-B SHS            | 15,4        | 8,5        | 7,3        | -           | 81,6        | 50,2       |
| TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)        | 2,9         | 2,7        | 2,6        | 7,8         | 6,5         | 6,5        |
| Mediana                             | 5,3         | 5,1        | 4,8        | 6,8         | 6,5         | 6,5        |
| <b>Średni ważony wskaźnik</b>       | <b>5,6</b>  | <b>5,4</b> | <b>5,2</b> | <b>10,9</b> | <b>10,2</b> | <b>9,6</b> |
| Cyfrowy Polsat                      | 6,8         | 6,2        | 6,1        | 12,5        | 10,2        | 9,2        |
| premia / dyskonto                   | 21,4%       | 16,2%      | 16,8%      | 14,8%       | 0,7%        | -4,1%      |
| <b>Implikowana wycena</b>           |             |            |            |             |             |            |
| Wycena 1 akcji (PLN)                | 17,0        | 18,7       | 18,5       | 18,7        | 19,4        | 22,4       |
| Waga wskaźnika                      | 33,3%       | 33,3%      | 33,3%      | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%       |
| <b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b> | <b>18,1</b> |            |            |             |             |            |

**Rachunek wyników**

| (mln PLN)                         | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  | 2023P  | 2024P  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody ze sprzedaży            | 10 686 | 11 676 | 11 376 | 11 661 | 12 002 | 12 198 | 12 385 |
| zmiana                            | 8,7%   | 9,3%   | -2,6%  | 2,5%   | 2,9%   | 1,6%   | 1,5%   |
| EBIT                              | 1 727  | 1 967  | 1 850  | 2 156  | 2 365  | 2 484  | 2 572  |
| marża                             | 16,2%  | 16,8%  | 16,3%  | 18,5%  | 19,7%  | 20,4%  | 20,8%  |
| EBITDA MSR 17                     | 3 698  | 3 721  | 3 551  | 3 759  | 3 878  | 3 929  | 3 975  |
| marża                             | 34,6%  | 31,9%  | 31,2%  | 32,2%  | 32,3%  | 32,2%  | 32,1%  |
| EBITDA MSSF16                     | -      | 4 197  | 4 026  | 4 234  | 4 353  | 4 404  | 4 450  |
| marża                             |        | 35,9%  | 35,4%  | 36,3%  | 36,3%  | 36,1%  | 35,9%  |
| Koszty finansowe                  | -387   | -466   | -379   | -352   | -363   | -383   | -369   |
| Inne                              | -34    | -34    | 57     | 57     | 57     | 57     | 57     |
| Zysk brutto                       | 1 306  | 1 468  | 1 527  | 1 861  | 2 059  | 2 157  | 2 260  |
| marża                             | 12,2%  | 12,6%  | 13,4%  | 16,0%  | 17,2%  | 17,7%  | 18,2%  |
| Podatek                           | -490   | -353   | -290   | -354   | -391   | -410   | -429   |
| Zyski mniejszości                 | -18    | 14     | 16     | 18     | 19     | 20     | 22     |
| Zysk netto                        | 834    | 1 101  | 1 221  | 1 490  | 1 649  | 1 727  | 1 809  |
| marża                             | 7,8%   | 9,4%   | 10,7%  | 12,8%  | 13,7%  | 14,2%  | 14,6%  |
| Liczba akcji na koniec roku (mln) | 639,5  | 639,5  | 639,5  | 639,5  | 639,5  | 639,5  | 639,5  |
| EPS                               | 1,30   | 1,82   | 1,91   | 2,33   | 2,58   | 2,70   | 2,83   |
| CEPS                              | 4,38   | 4,57   | 4,57   | 4,84   | 4,94   | 4,96   | 5,02   |
| ROAE                              | 6,3%   | 8,0%   | 8,5%   | 9,7%   | 10,2%  | 10,2%  | 10,2%  |
| ROAA                              | 2,7%   | 3,4%   | 3,7%   | 4,4%   | 4,7%   | 4,8%   | 4,9%   |

## Bilans

| (mIn PLN)                                                    | 2018*  | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  | 2023P  | 2024P  |
|--------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| AKTYWA                                                       | 30 697 | 32 590 | 33 141 | 34 140 | 35 101 | 35 992 | 36 875 |
| Majątek trwały                                               | 25 274 | 27 605 | 27 866 | 27 571 | 28 361 | 29 555 | 29 797 |
| Majątek obrotowy                                             | 5 423  | 4 985  | 5 275  | 6 568  | 6 740  | 6 437  | 7 078  |
| Krótkoterminowe aktywa programowe                            | 543    | 512    | 549    | 593    | 620    | 630    | 640    |
| Zapasy                                                       | 394    | 307    | 284    | 320    | 330    | 335    | 340    |
| Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności | 2 370  | 2 512  | 2 447  | 2 496  | 2 543  | 2 546  | 2 533  |
| Pozostałe                                                    | 948    | 911    | 1 107  | 1 355  | 1 615  | 1 861  | 2 110  |
| Środki pieniężne                                             | 1 167  | 744    | 888    | 1 805  | 1 632  | 1 065  | 1 455  |
| PASYWA                                                       | 30 697 | 32 590 | 33 141 | 34 140 | 35 101 | 35 992 | 36 875 |
| Kapitał własny                                               | 13 227 | 13 811 | 14 438 | 15 332 | 16 171 | 16 983 | 17 788 |
| Udziały niekontrolujące                                      | 648    | 653    | 669    | 687    | 706    | 726    | 748    |
| Zobowiązania długoterminowe                                  | 11 803 | 12 257 | 12 257 | 12 257 | 12 257 | 12 257 | 12 257 |
| Dług                                                         | 9 597  | 10 610 | 10 610 | 10 610 | 10 610 | 10 610 | 10 610 |
| Inne zobowiązania                                            | 2 206  | 1 647  | 1 647  | 1 647  | 1 647  | 1 647  | 1 647  |
| Zobowiązania krótkoterminowe                                 | 5 019  | 5 868  | 5 778  | 5 864  | 5 967  | 6 026  | 6 082  |
| Dług                                                         | 1 662  | 2 341  | 2 341  | 2 341  | 2 341  | 2 341  | 2 341  |
| Zobowiązania handlowe                                        | 2 382  | 2 421  | 2 359  | 2 418  | 2 488  | 2 529  | 2 568  |
| Pozostałe                                                    | 974    | 1 107  | 1 078  | 1 105  | 1 138  | 1 156  | 1 174  |
| Dług netto MSR17                                             | 10 092 | 10 792 | 10 648 | 9 731  | 9 904  | 10 471 | 10 081 |
| Dług netto MSSF 16                                           | 11 574 | 12 207 | 12 063 | 11 146 | 11 319 | 11 886 | 11 496 |
| (Dług netto / Kapitał własny)                                | 0,8    | 0,8    | 0,7    | 0,6    | 0,6    | 0,6    | 0,6    |
| (Dług netto / EBITDA MSR 17)                                 | 2,73   | 2,90   | 3,00   | 2,59   | 2,55   | 2,67   | 2,54   |
| (Dług netto / EBITDA MSSF16)                                 | -      | 2,91   | 3,00   | 2,63   | 2,60   | 2,70   | 2,58   |
| BVPS                                                         | 20,7   | 21,6   | 22,6   | 24,0   | 25,3   | 26,6   | 27,8   |

\* w MSR17 chyba, że zaznaczono inaczej

**Przepływy pieniężne\***

| (mln PLN)                           | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  | 2023P  | 2024P  |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przepływy operacyjne                | 2 915  | 3 087  | 3 081  | 3 172  | 3 303  | 3 371  | 3 408  |
| Zysk netto                          | 816    | 1 126  | 1 237  | 1 507  | 1 668  | 1 748  | 1 830  |
| Amortyzacja                         | 1 971  | 1 786  | 1 701  | 1 603  | 1 513  | 1 446  | 1 403  |
| Odsetki                             | 402    | 388    | 379    | 352    | 363    | 383    | 369    |
| Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe | -304   | -214   | -237   | -290   | -241   | -205   | -194   |
| Przepływy inwestycyjne              | -1 836 | -2 715 | -1 963 | -1 308 | -2 303 | -2 639 | -1 645 |
| CAPEX                               | -928   | -1 232 | -1 963 | -1 308 | -2 303 | -2 639 | -1 645 |
| Pozostałe                           | -907   | -1 484 | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Przepływy finansowe                 | -1 074 | -799   | -974   | -947   | -1 173 | -1 299 | -1 373 |
| Zmiana długu                        | -647   | 268    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Emisja akcji                        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Dywidendy/buy-back                  | 0      | -595   | -595   | -595   | -810   | -916   | -1 003 |
| Pozostałe                           | -427   | -471   | -379   | -352   | -363   | -383   | -369   |
| Zmiana stanu środków pieniężnych    | 5      | -426   | 144    | 917    | -173   | -567   | 390    |
| Środki pieniężne na koniec okresu   | 1 167  | 744    | 888    | 1 805  | 1 632  | 1 065  | 1 455  |
| DPS (PLN)                           | 0,00   | 0,93   | 0,93   | 0,93   | 1,27   | 1,43   | 1,57   |
| FCFE                                | 1 585  | 1 468  | 739**  | 1 512  | 637    | 349    | 1 394  |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży)    | 8,7%   | 10,5%  | 17,3%  | 11,2%  | 19,2%  | 21,6%  | 13,3%  |

\*dla uproszczenia zachowano układ ex. MSSF16, \*\*1 289 z pominięciem wydatków na częstotliwości C-band

**Wskaźniki rynkowe**

|                                   | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  | 2023P  | 2024P  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| P/E                               | 18,3   | 13,8   | 12,5   | 10,2   | 9,2    | 8,8    | 8,4    |
| P/CE                              | 5,4    | 5,3    | 5,2    | 4,9    | 4,8    | 4,8    | 4,7    |
| P/BV                              | 1,2    | 1,1    | 1,1    | 1,0    | 0,9    | 0,9    | 0,9    |
| P/S                               | 1,4    | 1,3    | 1,3    | 1,3    | 1,3    | 1,2    | 1,2    |
| FCFE Yield                        | 10,4%  | 9,6%   | 4,9%*  | 9,9%   | 4,2%** | 2,3%   | 9,1%   |
| EV/EBITDA                         | 6,8    | 6,7    | 6,9    | 6,4    | 7,0    | 7,1    | 6,9    |
| EV/EBIT                           | 14,7   | 14,3   | 15,1   | 12,6   | 11,5   | 11,2   | 10,7   |
| EV/S                              | 2,4    | 2,4    | 2,5    | 2,3    | 2,3    | 2,3    | 2,2    |
| DYield                            | 0,0%   | 3,9%   | 3,9%   | 3,9%   | 5,3%   | 6,0%   | 6,6%   |
| Cena (PLN)                        | 23,82  | 23,82  | 23,82  | 23,82  | 23,82  | 23,82  | 23,82  |
| Liczba akcji na koniec roku (mln) | 639,5  | 639,5  | 639,5  | 639,5  | 639,5  | 639,5  | 639,5  |
| MC (mln PLN)                      | 15 234 | 15 234 | 15 234 | 15 234 | 15 234 | 15 234 | 15 234 |
| EV (mln PLN)                      | 25 326 | 28 094 | 27 966 | 27 067 | 27 259 | 27 846 | 27 478 |

\*8,5% z pominięciem wydatków na częstotliwości C-band \*\*10,7% z pominięciem wydatków na częstotliwości C-band

**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

**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 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

**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 Biura maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem:

[https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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 rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 1 kwietnia 2020 o godzinie 08:48.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 1 kwietnia 2020 o godzinie 08:48.

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., 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 Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

[http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

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 Biurze 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 Biura 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)** – wyliczona 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:****Cyfrowy Polsat**

| rekomendacja             | trzymaj    | redukuj    | redukuj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-03-04 | 2019-11-14 | 2019-05-31 |
| cena docelowa (PLN)      | 26,10      | 26,10      | 24,15      |
| kurs z dnia rekomendacji | 26,24      | 28,86      | 26,00      |



## mBank S.A.

Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@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 Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniakowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniakowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

## 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)

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

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

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

### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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)