



Dom Maklerski BDM S.A.

CYFROWY POLSAT

RAPORT ANALITYCZNY

W obliczu oczekiwanej przez nas słabej ścieżki wynikowej na najbliższe kwartały decydujemy się na wydanie zalecenia Redukuj z ceną docelową na poziomie 20.11 PLN/akcję. Przy naszej cenie docelowej spółka będzie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 6.8x i 6.5x. Biorąc pod uwagę niepewny strumień dywidend (w perspektywie ewentualne przejęcie Midasa) oraz mix wyników EBITDA (duża ekspozycja na usługi telco), oceniamy te pułapy za wartości odpowiednie.

Zwracamy uwagę, że obserwowana w 3Q'14 wyższa dynamika wzrostu kosztów w segmencie usług świadczonych dla klientów indywidualnych i biznesowych wynikała głównie z pozyskania klientów w ramach oferty SmartDOM oraz większej transmisji danych wynikającej z przyrostu użytkowników internetu mobilnego. Dodatkowo wg nas należy mieć na uwadze, że w strukturze kosztów operacyjnych są pozycje ponoszone w USD i EUR, co także będzie miało negatywny efekt na poziom EBITDA w kolejnych okresach.

W obszarze nadawania oczekujemy utrzymania pozytywnych tendencji z poprzednich kwartałów. Anteny Polsatu notują bowiem dobrą oglądalność i pozytywnie odbieramy zachowanie w szczególności głównej anteny Polsatu. Na 2015 rok nie oczekujemy już jednak poprawy średnich wyników oglądalności w ujęciu r/r. Dane z 2014 roku traktujemy bowiem jako ambitną bazę. W zakresie reklamy tv na 2015 rok przyjmujemy wzrost o 5% r/r. Dynamika przychodowa segmentu nadawania powinna być wg naszych założeń na poziomie niewiele wyższym niż zachowanie szerokiego rynku, przy mniejszych kosztach operacyjnych r/r (m.in. efekt wykazania w 2014 roku praw do dystrybucji Mistrzostw Świata FIVB).

Ogółem w 2014 roku założyliśmy, że spółka wypracuje wynik EBITDA na poziomie 2.77 mld PLN, EBIT równy 1.45 mld PLN oraz wynik netto na poziomie prawie 268 mln PLN. W 2015 roku wg naszych założeń dojdzie do spadku EBITDA (wzrost nominalny wynika jedynie z niepełnej konsolidacji Polkomtelu w 2014 roku) do 3.61 mld PLN, wyniku EBIT do 1.71 mld PLN oraz zysku netto do 414 mln PLN. Przyjęliśmy, że na przełomie 2015/2016 dojdzie do wyhamowania negatywnych tendencji erozji EBITDA i w kolejnych okresach będzie ona na pułapie 3.6-3.7 mld PLN. W założeniach nie uwzględniamy zmian w amortyzacji wynikających z amortyzacji znaku towarowego oraz scenariusza konsolidacji Midasa (czego efektem może być zmiana układu rodzajowego kosztów w RZiS).

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mld PLN]	2.91	7.55	10.42	10.56	10.73	10.90
EBITDA [mld PLN]	1.05	2.77	3.61	3.62	3.64	3.71
EBIT [mld PLN]	0.79	1.45	1.71	1.61	1.82	1.97
Zysk netto [mld PLN]	0.53	0.27	0.41	0.54	0.75	0.97
P/BV	2.6x	3.1x	2.4x	2.0x	1.8x	1.6x
P/E	14.7x	52.9x	34.1x	26.3x	18.8x	14.6x
EV/EBITDA	8.9x	9.4x	7.2x	6.9x	6.6x	6.3x
EV/EBIT	11.8x	18.1x	15.1x	15.5x	13.3x	11.9x

REDUKUJ

WYCENA 20.11 PLN

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

19 STYCZEŃ 2015

Wycena końcowa [PLN]	20.11
Wycena DCF	20.66
Wycena porównawcza [PLN]	18.47
Potencjał do wzrostu / spadku	-9%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	22.13
Kapitalizacja [mld PLN]	14.15
Ilość akcji [mln. szt.]	639.55
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	27.99
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	21.15
Stopa zwrotu za 3 mc	-17%
Stopa zwrotu za 6 mc	-3%
Stopa zwrotu za 9 mc	8%
Akcjonariat:	
Pan Z. Solorz-Żak (przez podmioty)	63.83%
Pan H. Ruta (przez podmioty)	9.97%
Pozostali	26.2%

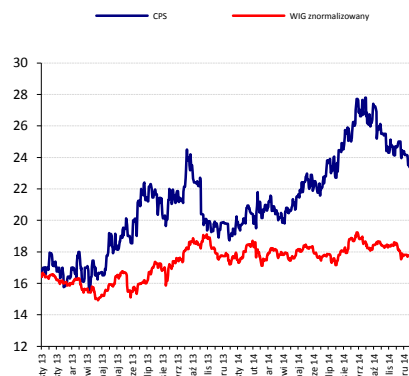
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'14.....	9
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2014-2015 ORAZ KOLEJNE OKRESY.....	14
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	16

WYCENA I PODSUMOWANIE

W obliczu oczekiwanej przez nas słabej ścieżki wynikowej na najbliższe kwartały decydujemy się na wydanie zalecenia Redukuj z ceną docelową na poziomie 20.11 PLN/akcję. Przy naszej cenie docelowej spółka będzie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 6.8x i 6.5x. Biorąc pod uwagę niepewny strumień dywidend (ewentualne przejęcie Midasa) oraz mix wynikowy EBITDA (duża ekspozycja na usługi telco), oceniamy te pułapy za wartości odpowiednie.

Podsumowanie wyceny

A	Wycena DCF [PLN]	20.66
B	Wycena porównawcza [PLN]	18.47
C = (A*75%+B*25%)	Wycena końcowa [mln PLN]	20.11

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Uważamy, że przejęty Polkomtel notował w latach 2013-2014 optymalnie wysokie wyniki operacyjne i nie spodziewamy się ich poprawy w najbliższych okresach. Spółka będzie raczej zmagać się z negatywnymi tendencjami w postaci odpływu klientów w usłudze telco oraz niższą rentownością uzyskiwaną na kliencie. Dlatego kluczowe będą efekty szeregu działań optymalizujących oraz materializowanie się ogłoszonych już wcześniej synergii wynikających z połączenia. Przypominamy, że spółka w wyniku połączenia z Polkomtelem chce osiągnąć łącznie ok. 2 mld PLN efektów przychodowych w latach 2014-2019. W tym samym okresie synergie kosztowe zgodnie z zamierzeniami władz spółki mają wynieść łącznie ok. 1.5 mld PLN.

Zwracamy uwagę, że obserwowana w 3Q'14 wyższa dynamika wzrostu kosztów w segmencie usług świadczonych dla klientów indywidualnych i biznesowych wynikała głównie z pozyskania klientów w ramach oferty SmartDOM oraz większej transmisji danych wynikającej z przyrostu użytkowników internetu mobilnego. Dodatkowo wg nas należy mieć na uwadze, że w strukturze kosztów operacyjnych są pozycje ponoszone w USD i EUR, co także będzie miało negatywny efekt na poziom EBITDA w kolejnych okresach.

W obszarze nadawania oczekujemy utrzymania pozytywnych tendencji z poprzednich kwartałów. Anteny Polsatu notują bowiem dobrą oglądalność i pozytywnie odbieramy zachowanie w szczególności głównej anteny Polsatu. Na 2015 rok nie oczekujemy już jednak poprawy średnich wyników oglądalności w ujęciu r/r. Dane z 2014 roku traktujemy bowiem jako ambitną bazę. W zakresie reklamy tv na 2015 rok przyjmujemy wzrost o 5% r/r. Dynamika przychodowa segmentu nadawania powinna być wg naszych założeń na poziomie niewiele wyższym niż zachowanie szerokiego rynku, przy mniejszych kosztach operacyjnych r/r (m.in. efekt wykazania w 2014 roku praw do dystrybucji Mistrzostw Świata FIVB).

Ogółem w 2014 roku założyliśmy, że spółka wypracuje wynik EBITDA na poziomie 2.77 mld PLN, EBIT równy 1.45 mld PLN oraz wynik netto na poziomie prawie 268 mln PLN. W 2015 roku wg naszych założeń dojdzie do spadku EBITDA (wzrost nominalny wynika jedynie z niepełnej konsolidacji Polkomtelu w 2014 roku) do 3.61 mld PLN, wyniku EBIT do 1.71 mld PLN oraz zysku netto do 414 mln PLN. Przyjęliśmy, że na przełomie 2015/2016 dojdzie do wyhamowania negatywnych tendencji erozji EBITDA i w kolejnych okresach będzie ona na pułapie 3.6-3.7 mld PLN. W założeniach nie uwzględniamy zmian w amortyzacji wynikających z amortyzacji znaku towarowego oraz scenariusza konsolidacji Midasa (czego efektem może być zmiana układu rodzajowego kosztów w RZiS).

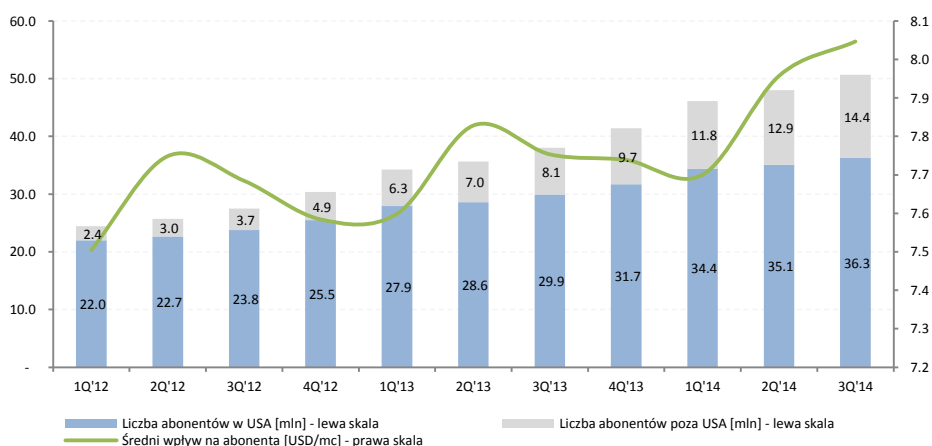
GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Inwestorzy powinni mieć na uwadze szereg czynników ryzyka związanych z działalnością spółki. Spółka po przejściu Polkomtela posiada dużą ekspozycję na rynek telekomunikacyjny (telefonii komórkowej), dla którego akceptowalne mnożniki rynkowe są odpowiednio niższe niż dla wcześniejszej struktury Cyfrowego Polsatu. Uważamy, że przejęty Polkomtel notował w latach 2013-2014 optymalnie wysokie wyniki operacyjne i nie spodziewamy się ich poprawy w najbliższych okresach. Spółka będzie raczej zmagać się z negatywnymi tendencjami w postaci odpływu klientów w usłudze telefonii oraz niższą rentownością uzyskiwaną na kliencie.

Przychody spółki są osiągane w PLN, jednak pewien poziom kosztów jest zależny od poziomów kursu EUR i USD względem PLN. Zatem obserwowane osłabienie PLN będzie miało negatywny wpływ na rentowność operacyjną. Dodatkowo na saldzie finansowym spółka będzie musiała wycenić dług nominowany w USD i EUR.

Zakładamy, że rynek płatnej tv jest już bliski nasycenia i dlatego w kolejnych okresach koszty utrzymania klientów mogą być coraz wyższe. Scenariusz wejścia na polski rynek usługi Netflix lub HBO GO (zapowiedź oferty bez konieczności korzystania z usługi tv kablowej) będzie dodatkowo sporym wyzwaniem dla dotychczasowych graczy na rynku płatnej tv. Z naszego punktu widzenia, połączenie oferty „bezpłatnej paczki” kanałów z tv cyfrowej wraz z nową ofertą płatnej premium tv może spowodować zauważalne zmiany w sposobie korzystania z usług operatorów kablowych i satelitarnych. We wrześniu'14 Netflix pochwalił się udanym wejściem do Francji, Niemiec, Austrii, Szwajcarii czy Belgii poszerzając krąg potencjalnych odbiorców o ponad 66 mln abonentów. Na koniec 3Q'14 Netflix zaraportował, że liczba odpłatnych abonentów przekroczyła 50.7 mln osób. W ostatnich miesiącach spółka duży nacisk położyła na ekspansję poza USA (m.in. na rynkach UE).

Przyrost abonentów Netflix w przestrzeni ostatnich kwartałów oraz średni koszt korzystania z usługi



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Netflix

Kolejną istotną akwizycją może być Midas (podmiot kontrolowany przez tego samego akcjonariusza). Wejście Midasa w skład grupy Cyfrowego Polsatu może skutkować mniejszym strumieniem dywidendy oraz zmianą w strukturze kosztów w RZiS. W naszym modelu nie uwzględniamy tej transakcji, jednak oceniamy ją za naturalny ruch w procesie konsolidacji aktywów.

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach wolnych od ryzyka na poziomie 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

Główne założenia w modelu (szczegółowe założenia znajdują się w osobnych rozdziałach):

- Uważamy, że przejęty Polkomtel notował w latach 2013-2014 optymalnie wysokie wyniki operacyjne i nie spodziewamy się ich poprawy w najbliższych okresach. Spółka będzie raczej zmagana się z negatywnymi tendencjami w postaci odpływu klientów w usłudze telco oraz niższą rentownością uzyskiwaną na kliencie. Dlatego kluczowe będą efekty szeregu działań optymalizujących oraz materializowanie się ogłoszonych już wcześniej synergii wynikających z połączenia. Spółka w wyniku połączenia z Polkomtelem chce osiągnąć łącznie ok. 2 mld PLN efektów przychodowych w latach 2014-2019. W tym samym okresie synergie kosztowe zgodnie z zamierzeniami władz spółki mają wynieść łącznie ok. 1.5 mld PLN.
- W naszym modelu zakładamy, że na koniec 2014 roku RGU na klienta kontraktowego przekroczyło poziom 2x. Będzie to zasługa przyrostu klientów w usłudze internetu i tv, co z kolei powinno zniwelować ubytek na telefonii komórkowej. Na 2015 rok przyjęliśmy utrzymanie tendencji w zakresie RGU jakie występują od kilku kwartałów, czyli dynamiczny wzrost w usłudze internetu, niewielki przyrost w obszarze tv oraz dalsza erozja w usłudze telefonii komórkowej. Na koniec 2015 roku spodziewamy się, że RGU na klienta wyniesie prawie 2.1x. W segmencie usług świadczonych dla klientów indywidualnych i biznesowych dla klientów kontraktowych w 2015 roku uwzględniamy niewielkie efektywne wzrosty ARPU, które będą jednak pod presją spadającej liczby klientów korzystających z usług telefonii komórkowej. W 4Q'15 ARPU oczekujemy na pułapie 89.5 PLN. Liczymy, że w kolejnych okresach ścieżka wzrostu ARPU będzie utrzymana i kluczowe znaczenie będą miały pakiety usług zintegrowanych.
- W obszarze nadawania oczekujemy utrzymania pozytywnych tendencji z poprzednich kwartałów. Anteny Polsatu notują bowiem dobrą oglądalność i pozytywnie odbieramy zachowanie w szczególności głównej anteny Polsatu. Na 2015 rok nie oczekujemy już jednak poprawy średnich wyników oglądalności w ujęciu r/r. Dane z 2014 roku traktujemy bowiem jako ambitną bazę. W zakresie reklamy tv na 2015 rok przyjmujemy wzrost o 5% r/r. Dynamika przychodowa segmentu nadawania powinna być wg naszych założeń na poziomie niewiele wyższym niż zachowanie szerokiego rynku, przy mniejszych kosztach operacyjnych r/r (m.in. efekt wykazania w 2014 roku praw do dystrybucji Mistrzostw Świata FIVB).
- Wzrost w okresie rezydualnym zmniejszamy z 2% do 1% w wyniku konsolidacji obszaru usług telefonii komórkowej.
- Stopę wolną od ryzyka zmniejszyliśmy z 4.25% do 4.0%.
- W modelu nie uwzględniamy kolejnych akwizycji.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2024.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.03.2015 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na 13.214 mld PLN, czyli 20.66 PLN/akcję.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	10 424	10 557	10 727	10 904	11 071	11 235	11 405	11 578	11 755	11 935
EBIT [mln PLN]	1 714	1 714	1 614	1 815	1 970	2 064	2 139	2 203	2 259	2 311
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	326	326	307	345	374	392	406	418	429	439
NOPLAT [mln PLN]	1 388	1 388	1 307	1 470	1 596	1 672	1 732	1 784	1 830	1 872
Amortyzacja [mln PLN]	1 900	2 009	1 829	1 738	1 706	1 693	1 693	1 702	1 716	1 734
CAPEX [mln PLN]	-2 014	-1 487	-1 564	-1 644	-1 669	-1 693	-1 718	-1 743	-1 769	-1 796
Zwiększenie wartości zestawów odbiorczych	-320	-326	-331	-336	-340	-345	-349	-354	-359	-363
Pozostałe inwestycje	-1 694	-1 161	-1 234	-1 308	-1 328	-1 348	-1 369	-1 389	-1 411	-1 432
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	55	21	20	-10	-9	-9	-9	-10	-10	-10
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF [mln PLN]	1 329	1 932	1 592	1 554	1 623	1 663	1 698	1 733	1 767	1 801
DFCF [mln PLN]	1 258	1 711	1 319	1 202	1 170	1 115	1 059	1 003	949	896
Suma DFCF [mln PLN]	11 681									
Wartość rezydualna [mln PLN]	27 146									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	13 505									
Wartość firmy EV [mln PLN]	25 186									
Dług netto [mln PLN]	11 972									
Wartość kapitału [mln PLN]	13 214									
Ilość akcji [mln szt.]	639.5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	20.66									

Przychody zmiana r/r	38.1%	1.3%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
EBIT zmiana r/r	117.0%	0.0%	-5.8%	12.5%	8.5%	4.8%	3.6%	3.0%	2.6%	2.3%
NOPLAT zmiana r/r	104.3%	0.0%	-5.8%	12.5%	8.5%	4.8%	3.6%	3.0%	2.6%	2.3%
FCF zmiana r/r	-6.0%	45.4%	-17.6%	-2.4%	4.4%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%
Marża EBITDA	34.7%	35.3%	32.1%	32.6%	33.2%	33.4%	33.6%	33.7%	33.8%	33.9%
Marża EBIT	16.4%	16.2%	15.0%	16.6%	17.8%	18.4%	18.8%	19.0%	19.2%	19.4%
CAPEX / Przychody	13%	13%	12%	13%	14%	15%	15%	15%	16%	16%
CAPEX / Amortyzacja	106%	74%	86%	95%	98%	100%	101%	102%	103%	104%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-2%	-16%	-12%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Stopa wolna od ryzyka	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Koszt kapitału własnego	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Udział kapitału własnego	51%	53%	55%	59%	62%	66%	69%	71%	74%	76%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Udział kapitału obcego	49%	47%	45%	41%	38%	34%	31%	29%	26%	24%
WACC	6.8%	6.9%	6.9%	7.1%	7.3%	7.5%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
beta	0.7	35.0	32.4	30.1	29.0	27.9	26.9	26.0	24.2	22.6
	0.8	32.4	29.7	27.4	26.3	25.2	24.2	23.3	21.5	19.9
	0.9	30.1	27.4	25.0	23.9	22.8	21.8	20.9	19.1	17.5
	1.0	27.9	25.2	22.8	21.7	20.7	19.7	18.7	17.0	15.4
	1.1	26.0	23.3	20.9	19.8	18.7	17.8	16.8	15.1	13.6
	1.2	24.2	21.5	19.1	18.0	17.0	16.0	15.1	13.5	12.0
	1.3	22.6	19.9	17.5	16.4	15.4	14.5	13.6	12.0	10.5
	1.4	21.1	18.4	16.0	15.0	14.0	13.1	12.2	10.6	9.2
	1.5	19.7	17.0	14.7	13.7	12.7	11.8	10.9	9.4	8.0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
beta	0.7	35.0	32.4	30.1	29.0	27.9	26.9	26.0	24.2	22.6
	0.8	32.4	29.7	27.4	26.3	25.2	24.2	23.3	21.5	19.9
	0.9	30.1	27.4	25.0	23.9	22.8	21.8	20.9	19.1	17.5
	1.0	27.9	25.2	22.8	21.7	20.7	19.7	18.7	17.0	15.4
	1.1	26.0	23.3	20.9	19.8	18.7	17.8	16.8	15.1	13.6
	1.2	24.2	21.5	19.1	18.0	17.0	16.0	15.1	13.5	12.0
	1.3	22.6	19.9	17.5	16.4	15.4	14.5	13.6	12.0	10.5
	1.4	21.1	18.4	16.0	15.0	14.0	13.1	12.2	10.6	9.2
	1.5	19.7	17.0	14.7	13.7	12.7	11.8	10.9	9.4	8.0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
premia za ryzyko	3.0%	17.4	19.6	22.4	26.0	31.0	34.3	38.3	43.4	49.9
	3.5%	16.0	18.0	20.4	23.6	27.9	30.7	34.0	38.2	43.4
	4.0%	14.7	16.5	18.7	21.5	25.2	27.6	30.4	33.8	38.0
	4.5%	13.5	15.1	17.1	19.6	22.8	24.8	27.2	30.1	33.6
	5.0%	12.4	13.8	15.6	17.8	20.7	22.4	24.5	26.9	29.8
	5.5%	11.4	12.7	14.3	16.2	18.7	20.3	22.0	24.1	26.6
	6.0%	10.4	11.6	13.0	14.8	17.0	18.4	19.9	21.7	23.8
	6.5%	9.5	10.6	11.9	13.5	15.4	16.6	18.0	19.5	21.3
	7.0%	8.6	9.6	10.8	12.2	14.0	15.1	16.2	17.6	19.2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o prognozy na lata 2014-2016 do wybranej grupy podmiotów z obszaru media/rozrywka oraz z ekspozycją na obszar telco. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Końcowa wycena metodą porównawczą wynosi 18.47 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

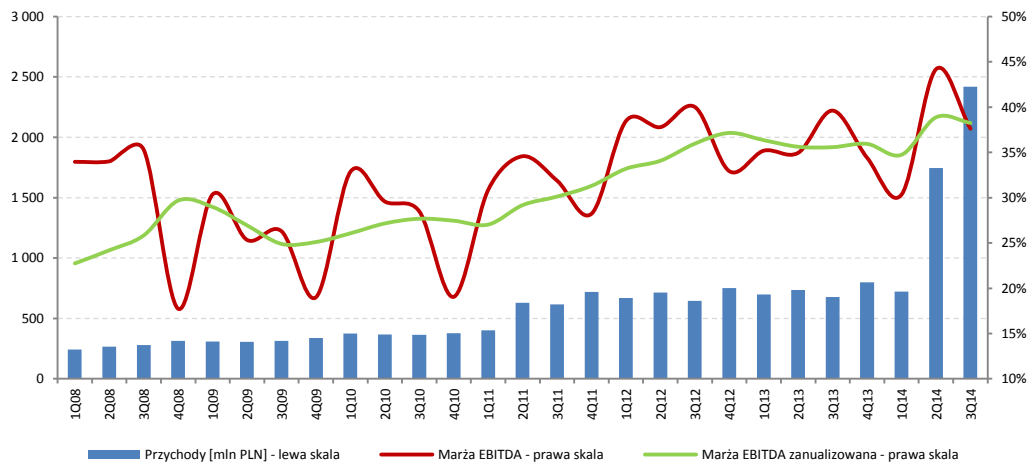
	Cena	P/E			EV/EBITDA		
		2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Ekspozycja na telco							
ORANGE POLSKA	7.96 PLN	22.3	27.2	24.1	3.7	4.1	4.1
ORANGE	14.82 EUR	16.8	15.5	14.8	5.5	5.4	5.3
BT GROUP	413.7 GBP	14.5	13.3	12.2	6.5	6.2	5.9
DEUTSCHE TELEKOM	14.225 EUR	23.7	21.3	19.0	6.1	5.9	5.6
VODAFONE	231.2 GBP	40.3	38.2	30.9	7.1	7.0	6.6
TELENOR ASA	166 NOK	19.8	15.6	14.0	7.3	7.1	6.7
TELIASONERA AB	52.2 SEK	13.5	12.6	12.5	8.0	7.8	7.6
PORTUGAL TELECOM	0.583 EUR	4.9	3.9	2.7	3.6	3.7	3.4
VERIZON	47.99 USD	14.1	12.9	12.3	6.8	6.6	6.4
AT&T INC	33.8 USD	13.4	13.2	12.8	6.0	6.0	6.0
A. Mediana (ekspozycja na telco)		15.6	14.4	13.4	6.3	6.1	5.9
Ekspozycja na media							
VIVENDI	20.735 EUR	44.6	36.2	36.0	13.4	11.0	13.3
SKY	927 GBP	16.7	14.7	14.8	10.1	8.9	8.5
TIME WARNER CABLE	146.76 USD	19.5	17.8	16.1	7.7	7.3	6.9
LIBERTY GLOBAL	46.4 USD			33.4	10.0	9.0	8.4
CENTRAL EUROPEAN MEDIA	2.73 USD				4.1	2.8	1.9
CTC MEDIA	4.75 USD	5.6	6.6	6.4	2.6	3.1	2.9
ITV	223.5 GBP	16.8	15.2	14.2	12.0	10.7	9.7
PROSIEBEN SAT.1	38.54 EUR	20.5	18.0	16.9	11.8	11.0	10.4
RTL GROUP	80.75 EUR	19.2	17.6	16.9	10.2	10.0	9.6
MEDIASET ESPANA	10.52 EUR	49.2	24.7	20.0	25.2	17.2	13.4
MEDIASET	3.508 EUR	67.9	35.7	21.2	5.9	5.7	4.6
TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)	13.75 EUR	30.4	20.7	18.1	13.7	9.9	8.8
MODERN TIMES GROUP	234.6 SEK	13.1	11.5	10.7	10.4	8.7	7.8
TVN	17.98 PLN	24.8	21.2	19.9	12.8	13.0	12.8
B. Mediana (ekspozycja na media)		20.0	17.9	16.9	10.3	9.5	8.7
Mediana do wyceny (70%*A + 30%*B)		17.0	15.4	14.5	7.5	7.1	6.8
Cyfrowy Polsat	22.13 PLN	52.9	34.1	26.3	9.4	7.2	6.9
Premia / dyskonto		212%	121%	82%	26%	1%	2%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]		7.1	10.0	12.2	13.8	21.9	21.4
Waga roku		0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]			11.10			21.63	
Waga wskaźnika			30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		18.47					
Wycena końcowa spółki [mln PLN]		11 815					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'14

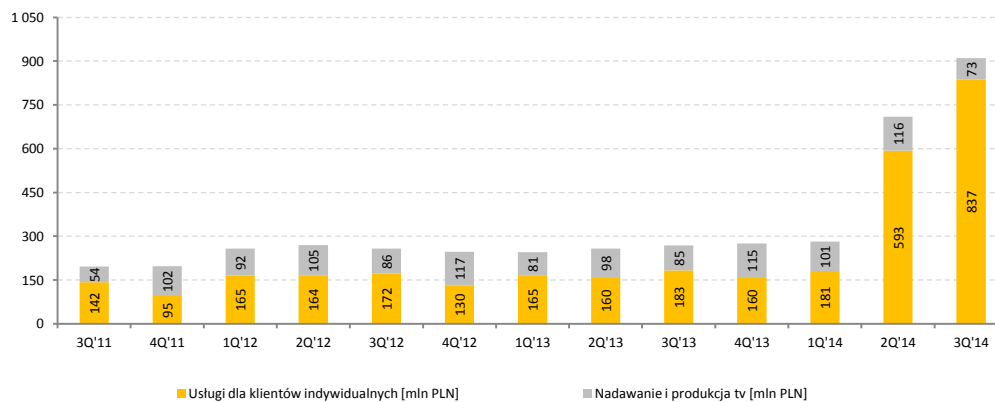
Spółka w 3Q'14 przez pełny okres konsolidowała już przejętą działalność Polkomtela. Tym samym należy mieć na uwadze, że porównanie rezultatów r/r jest zaburzone. Ogółem przychody spółki wyniosły 2.42 mld PLN. Przychody detaliczne wyniosły ok. 1.71 mld PLN, z kolei przychody hurtowe ok. 0.592 mld PLN. Sprzedaż sprzętu w omawianym okresie wyniosła 104 mln PLN. Na poziomie EBITDA spółka zaraportowała ok. 0.91 mld PLN. Wynik EBIT spółki wyniósł 0.432 mld PLN. Negatywny wpływ na wynik netto miało saldo finansowe i różnice kursowe. Ogółem zysk netto w 3Q'14 był na poziomie 48 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym



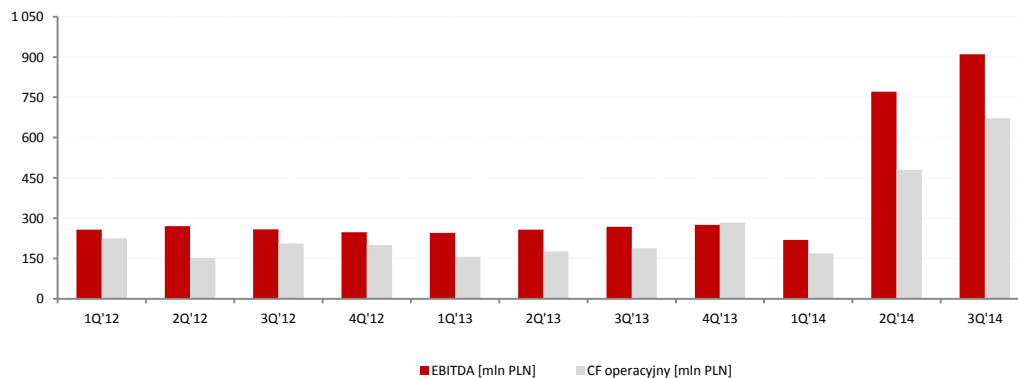
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik EBITDA segmentu klientów indywidualnych oraz segmentu nadawanie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik EBITDA oraz CF operacyjny w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki za 3Q'14 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14	zmiana r/r
Przychody	677	2 420	257.2%	2 110	4 889	131.7%
<i>detaliczne (klienci ind + biznesowi)</i>	460	1 711	271.6%	1 364	3 383	148.0%
<i>hurtowe</i>	204	592	190.0%	693	1 313	89.4%
<i>sprzedaż sprzętu</i>	7	104	1366.2%	32	167	423.1%
<i>pozostałe</i>	6	13	123.7%	21	26	19.7%
Koszty operacyjne	511	1 993	290.2%	1 566	3 852	146.0%
kontentu	219	262	19.7%	666	734	10.2%
dystrybucji, marketingu, obsługa klienta	79	187	135.6%	240	394	64.6%
amortyzacja i utrata wartości	65	478	638.1%	188	852	353.7%
koszty techniczne i rozliczeń międzyoperatorskich	62	496	697.1%	185	855	362.5%
koszty pracownicze	40	118	192.1%	125	271	115.9%
koszt własny sprzedanego sprzętu	11	349	3158.9%	53	549	927.5%
windykacja, odpisy aktualizujące należności	5	15	188.7%	21	40	91.0%
inne koszty	29	87	203.8%	88	157	78.6%
Saldo pozostałej działalności	37	5	-87.2%	39	12	-69.6%
EBITDA	268	910	239.2%	771	1 901	146.6%
EBIT	203	432	112.3%	583	1 049	79.9%
Saldo finansowe	-3	-383	11332.0%	-181	-740	308.4%
Wynik brutto	201	49	-75.5%	404	311	-23.1%
Wynik netto	176	48	-72.7%	352	278	-21.0%

Segment nadawania	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14	zmiana r/r
Przychody	199	267	33.9%	682	800	17.2%
EBITDA	85	73	-13.7%	263	291	10.3%
EBIT	77	64	-16.3%	241	264	9.5%
marża EBITDA	43%	27%		39%	36%	
marża EBIT	39%	24%		35%	33%	

Segment klientów ind. i biznesowych	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14	zmiana r/r
Przychody	478	2 153	350.5%	1 428	4 089	186.3%
EBITDA	183	837	356.6%	507	1 611	217.4%
EBIT	127	368	188.5%	344	785	128.0%
marża EBITDA	38%	39%		36%	39%	
marża EBIT	27%	17%		24%	19%	

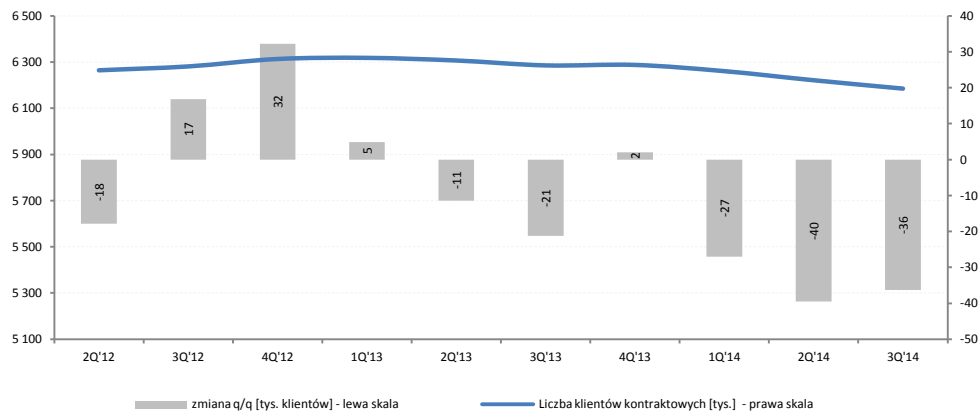
Usługi kontraktowe	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r
RGU eop [tys.]	11 908	12 231	2.7%
<i>Płatna telewizja, w tym:</i>	4 160	4 345	4.4%
<i>Multiroom</i>	680	806	18.5%
<i>Telefonia komórkowa</i>	6 835	6 617	-3.2%
<i>Internet</i>	913	1 269	38.9%
Liczba klientów [tys.]	6 286	6 185	-1.6%
ARPU na klienta [PLN]	87.6	86.5	-1.3%
Churn na klienta	9.0%	8.8%	-1.7%
RGU/liczba klientów	1.89	1.98	4.5%
Usługi przedpłacone	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r
RGU eop [tys.]	4 719	4 219	-10.6%
<i>Płatna telewizja</i>	85	98	16.1%
<i>Telefonia komórkowa</i>	4 476	3 856	-13.9%
<i>Internet</i>	159	265	66.9%
ARPU na klienta [PLN]	18.2	18.3	0.5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SEGMENT USŁUG ŚWIADCZONYCH DLA KLIENTÓW INDYWIDUALNYCH I BIZNESOWYCH

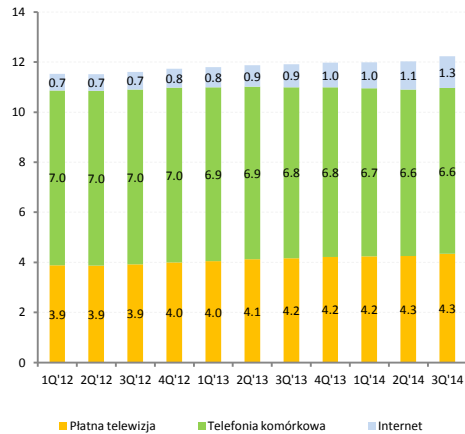
W segmencie usług dla klientów indywidualnych spółka wykazała przychody na poziomie 2.153 mld PLN. Wynik EBITDA segmentu był na pułapie 837 mln PLN, a wynik EBIT 368 mln PLN. Liczba klientów w usługach kontraktowych na koniec 3Q'14 wynosiła 6.185 mln, co oznacza spadek o 100.8 tys. klientów r/r i erozję o 36.3 tys. klientów w ujęciu q/q. Liczba RGU w usługach kontraktowych na koniec 3Q'14 wyniosła 12.23 mln jednostek, czyli wzrosła o 2.7% r/r. W ujęciu wolumenowym liczba RGU wzrosła o ponad 322 tys. r/r i o ponad 207 tys. w ujęciu q/q. Warto zauważyć, że w 3Q'14 nastąpił dynamiczny przyrost RGU i wiążemy to z programem smartDom i rosnącej roli internetu mobilnego. W omawianym okresie ARPU w obszarze klientów kontraktowych wyniosło 86.5 PLN, czyli spadło o 1.3% i wzrosło o 1.4% q/q. Pozytywnie oceniamy wzrost nasycenie usług (głównie dzięki ofercie internetowej) i na koniec 3Q'14 RGU/liczba klientów wynosiło 1.98x. Spółce dzięki poprawie sprzedaży usługi internetowej udaje się także utrzymywać niski poziom churn, który w 3Q'14 był na poziomie zaledwie 8.8%.

Liczba klientów usług kontraktowych [mln]

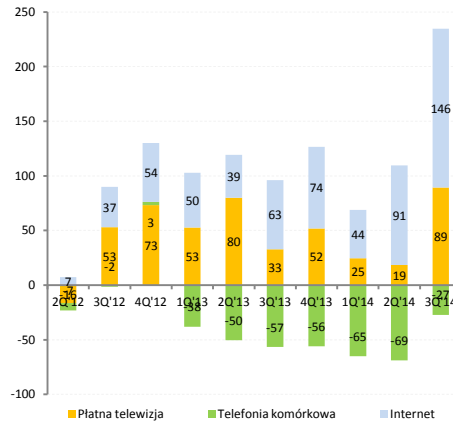


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

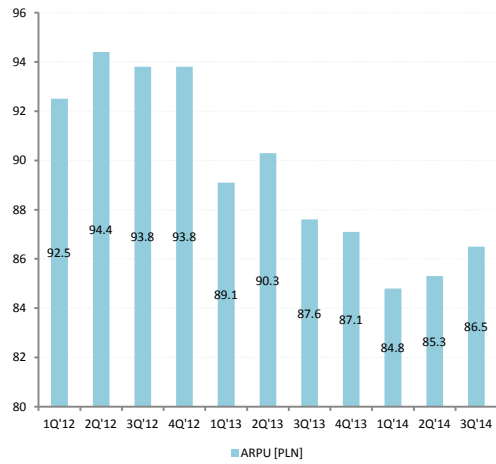
Liczba RGU w usługach kontraktowych – stan eop [mln]



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



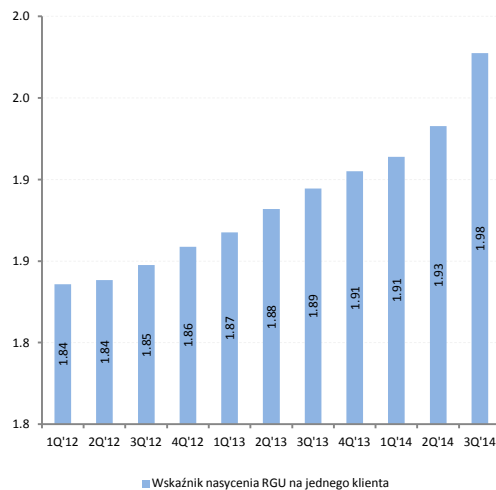
ARPU na klienta usług kontraktowych [PLN]



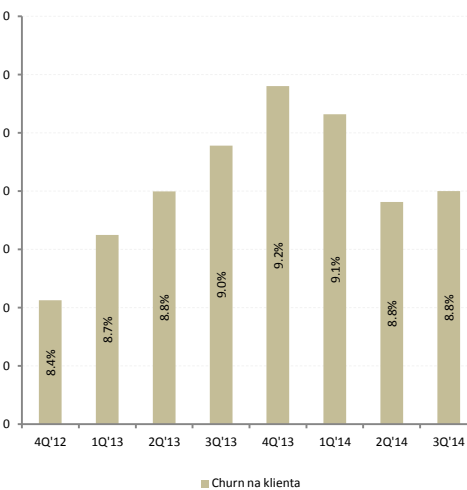
Zmiana ARPU na klienta usług kontraktowych w ujęciu r/r i q/q



RGU/liczba klientów usług kontraktowych



Wskaźnik churn w usługach kontraktowych

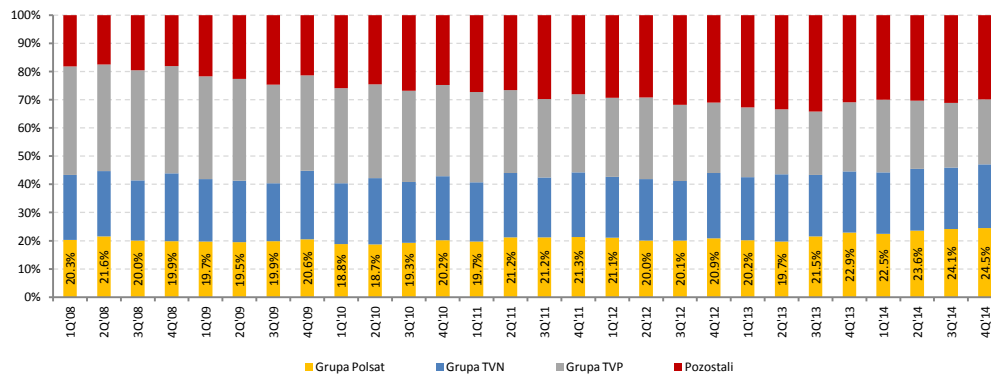


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

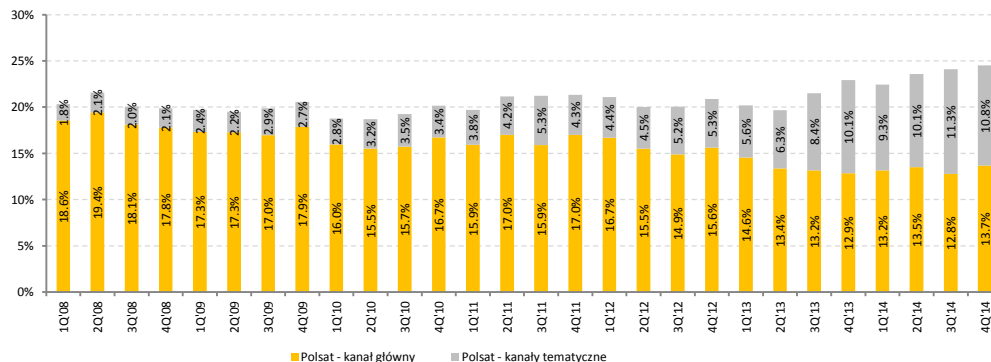
SEGMENT NADAWANIA I PRODUKCJI TELEWIZYJNEJ

Spółka za 3Q'14 kontynuowała dobrą passę w obszarze nadawania i produkcji telewizyjnej. W segmencie spółka osiągnęła przychody w wysokości 267 mln PLN. Mocne wpływy z reklamy były odzwierciedleniem poprawy sytuacji na rynku reklamy tv oraz pochodną lepszej oglądalności stacji spółki. Wpływ na wysoki udział w rynku miała popularna jesienna ramówka (głównej anteny), transmisje mistrzostw w siatkówce (kanały Volleyball) oraz w porównaniu r/r było widać efekt ujęcia TV4 i TV6 (konsolidacja od września'13). Ogółem w 3Q'14 szacunkowa wartość rynku reklamy tv wzrosła o ok. 9.5%. Na tym tle wyniki sprzedażowe TV Polsat ze wzrostem wpływów z reklamy i sponsoringu do poziomu ok. 198 mln PLN (+19.5%) oceniamy pozytywnie. Udział Polsatu w rynku reklamy telewizyjnej wzrósł z 24.1% do 26.3%. Z kolei udział wartościowy we wpływach reklamy telewizyjnej wzrósł z 24.1% do 26.3%. Na poziomie EBITDA segment odnotował zysk w wysokości 73 mln PLN (-13.7% r/r), z kolei wynik EBIT wyniósł 64 mln PLN (-16.3% r/r). Niższe zyski są pochodną ujęcia w kosztach praw do transmisji mistrzostw w siatkówce.

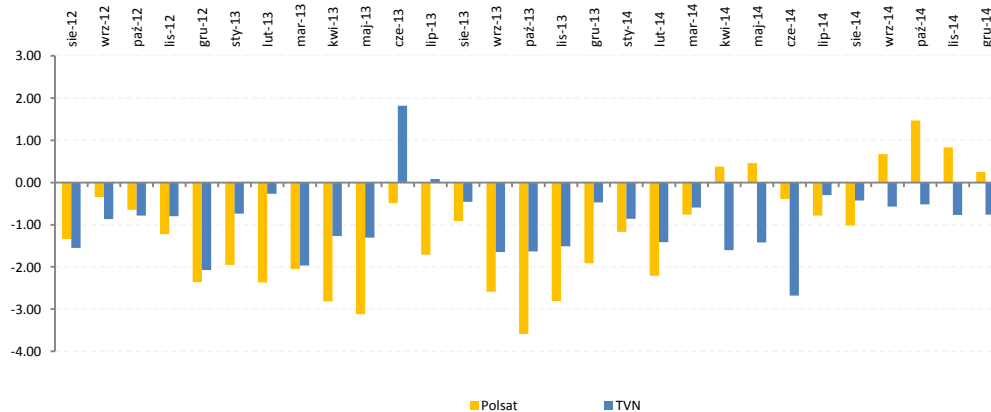
Udział w oglądalności Grupy TV Polsat (wszyscy 16-49 lat, cała doba)



Udział w oglądalności anteny głównej i kanałów tematycznych Polsatu (wszyscy 16-49 lat, cała doba)

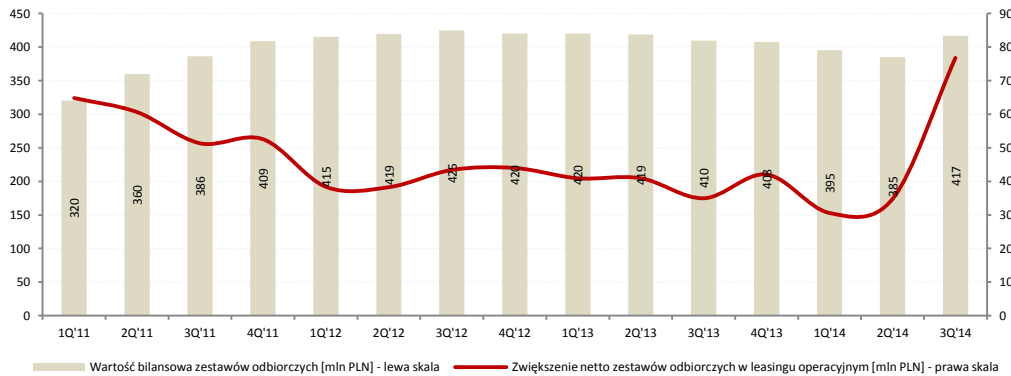


Zmiana oglądalności r/r głównej anteny Polsatu i TVN (wszyscy 16-49 lat, cała doba)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Nielsen Audience Measurement, spółka

Wartość bilansowa zestawów odbiorczych [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2014-2015 ORAZ KOLEJNE OKRESY

Obserwowana w 3Q'14 wyższa dynamika wzrostu kosztów (po wyłączeniu konsolidacji Polkomtela) wynika głównie z pozyskania klientów w ramach oferty SmartDOM oraz większej transmisji danych wynikającej z przyrostu użytkowników internetu mobilnego. Wpływ na raportowane rezultaty obszaru tv miały też koszty związane z zakupem praw do dystrybucji Mistrzostw Świata FIVB.

Uważamy, że przejęty Polkomtel notował w latach 2013-2014 optymalnie wysokie wyniki operacyjne i nie spodziewamy się ich poprawy w najbliższych okresach. Spółka będzie raczej zmagać się z negatywnymi tendencjami w postaci odpływu klientów oraz niższą rentownością uzyskiwaną na kliencie. Dodatkowo należy mieć na uwadze, że w strukturze kosztów operacyjnych są pozycje ponoszone w USD i EUR (łącznie ok. 30%), co w także będzie miało negatywny efekt na poziom EBITDA przy obserwowanym osłabieniu PLN. Dlatego kluczowe będą efekty szeregu działań optymalizujących oraz materializowanie się ogłoszonych już wcześniej synergii wynikających z połączenia. Spółka w wyniku połączenia z Polkomtelem chce osiągnąć łącznie ok. 2 mld PLN efektów przychodowych w latach 2014-2019. W tym samym okresie synergie kosztowe zgodnie z zamierzeniami władz spółki mają wynieść łącznie ok. 1.5 mld PLN. Dodatkowo Cyfrowy Polsat już wcześniej zakomunikowała o podwyższeniu efektów finansowych (niższy koszt obsługi długu) i podniósł spodziewane efekty z 0.5 mld PLN do 0.7 mld PLN w latach 2014-2019.

W naszym modelu zakładamy, że na koniec 2014 roku RGU na klienta kontraktowego przekroczyło poziom 2x. Będzie to zasługa przyrostu klientów w usłudze internetu i tv, co z kolei powinno zniwelować ubytek na telefonii komórkowej. Na 2015 rok przyjęliśmy utrzymanie tendencji w zakresie RGU jakie występują od kilku kwartałów, czyli dynamiczny wzrost w usłudze internetu, niewielki przyrost w obszarze tv oraz dalsza erozja w usłudze telefonii komórkowej. Na koniec 2015 roku spodziewamy się, że RGU na klienta wyniesie prawie 2.1x.

W segmencie usług świadczonych dla klientów indywidualnych i biznesowych dla klientów kontraktowych średni przychódów na klienta w 4Q'14 wg nas powinien być na zbliżonym poziomie q/q, czyli 86.5 PLN. W 2015 roku uwzględniamy niewielkie efektywne wzrosty, które będą jednak pod presją spadającej liczby klientów korzystających z usług telefonii komórkowej. W 4Q'15 ARPU oczekujemy na pułapie 89.5 PLN. Liczymy, że ścieżka wzrostu ARPU będzie utrzymana i kluczowe znaczenie będą miały pakiety usług zintegrowanych.

W obszarze nadawania oczekujemy utrzymania pozytywnych tendencji z poprzednich kwartałów. Anteny Polsatu notują bowiem dobrą oglądalność i pozytywnie odbieramy zachowanie w szczególności głównej anteny Polsatu. Na 2015 rok nie oczekujemy już jednak poprawy średnich wyników oglądalności w ujęciu r/r. Dane z 2014 roku traktujemy bowiem jako ambitną bazę. W zakresie reklamy tv na 2015 rok przyjmujemy wzrost o 5% r/r. Dynamika przychodowa segmentu nadawania powinna być wg naszych założeń na poziomie niewiele wyższym niż zachowanie szerokiego rynku, przy mniejszych kosztach operacyjnych r/r (m.in. efekt wykazania w 2014 roku praw do dystrybucji Mistrzostw Świata FIVB).

Ogółem w 2014 roku założyliśmy, że spółka wypracuje wynik EBITDA na poziomie 2.77 mld PLN, EBIT równy 1.45 mld PLN oraz wynik netto na poziomie prawie 268 mln PLN. W 2015 roku wg naszych założeń dojdzie do spadku EBITDA (wzrost wynika jedynie z niepełnej konsolidacji Polkomtela w 2014 roku) do 3.61 mld PLN, wyniku EBIT do 1.71 mld PLN oraz zysku netto do 414 mln PLN. Przyjęliśmy, że na przełomie 2015/2016 dojdzie do wyhamowania negatywnych tendencji erozji EBITDA i w kolejnych okresach będzie ona na pułapie 3.6-3.7 mld PLN. W założeniach nie uwzględniamy zmian w amortyzacji wynikających z amortyzacji znaku towarowego oraz scenariusza konsolidacji Midasa (czego efektem może być zmiana układu rodzajowego kosztów w RZIS).

Założenia do modelu

RZIS [mln PLN]	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody	723.3	1 745.9	2 419.6	2 658.7	2 542.0	2 623.6	2 565.2	2 693.3	7 547.5	10 424.1	10 556.9	10 727.0	10 903.9
Koszty	507.4	1 351.8	1 992.5	2 261.8	2 124.1	2 167.6	2 105.4	2 313.2	6 113.5	8 710.4	8 943.0	8 911.6	8 933.8
EBITDA	219.5	771.4	910.1	871.9	892.9	931.0	934.8	855.0	2 772.9	3 613.7	3 623.3	3 644.7	3 708.0
EBIT	219.5	397.6	431.8	396.9	417.9	456.0	459.8	380.0	1 445.8	1 713.7	1 613.9	1 815.4	1 970.1
Saldo finansowe	108.7	273.4	384.7	407.5	348.2	332.9	253.2	302.6	1 174.3	1 236.9	994.8	951.3	859.1
Wynik brutto	112.6	148.8	49.2	-10.6	69.7	123.1	206.6	77.4	300.0	476.8	619.1	864.1	1 111.0
Wynik netto dla akcjonariuszy	98.2	132.1	48.1	-10.6	60.6	107.1	179.7	67.4	267.8	414.8	538.6	751.8	966.6
Struktura przychodów i kosztów [mln PLN]	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody	723.3	1 745.9	2 419.6	2 658.7	2 542.0	2 623.6	2 565.2	2 693.3	7 547.5	10 424.1	10 556.9	10 727.0	10 903.9
detaliczne (klienci ind + biznesowi)	467.8	1 204.5	1 710.7	1 836.9	1 805.5	1 823.9	1 840.6	1 860.8	5 219.9	7 330.7	7 395.1	7 493.0	7 595.8
hurtowe	242.2	479.1	591.6	691.8	608.6	670.6	594.3	701.0	2 004.7	2 574.5	2 638.8	2 704.8	2 772.4
sprzedaż sprzętu	7.9	55.4	104.1	116.8	114.8	116.0	117.0	118.3	284.2	466.0	470.1	476.4	482.9
pozostałe	5.4	6.9	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	38.7	52.8	52.8	52.8	52.8
Koszty operacyjne	507.4	1 351.8	1 992.5	2 261.8	2 124.1	2 167.6	2 105.4	2 313.2	6 113.5	8 710.4	8 943.0	8 911.6	8 933.8
kontent	210.6	260.9	262.4	278.3	266.1	392.1	243.2	282.0	1 012.2	1 183.3	1 198.4	1 217.7	1 237.8
dystrybucja, marketing, obsługa klienta	75.4	132.2	186.8	225.8	205.1	198.7	198.0	211.6	620.2	813.3	803.1	795.7	808.8
amortyzacja i utrata wartości	62.5	311.3	478.3	475.0	475.0	475.0	475.0	475.0	1 327.1	1 900.0	2 009.4	1 829.3	1 737.9
koszty techniczne i rozliczeń międzyop.	71.3	288.0	495.8	563.9	558.0	587.4	585.8	621.2	1 419.0	2 352.4	2 442.0	2 543.3	2 586.6
koszty pracownicze	44.6	108.2	118.0	138.0	120.0	122.0	125.0	140.0	408.8	507.0	527.3	535.8	544.6
koszt własny sprzedanego sprzętu	10.3	189.7	348.7	463.5	387.3	285.1	369.7	469.6	1 012.2	1 511.6	1 524.9	1 545.0	1 566.2
windykacja, odpisy aktualizujące należności	6.7	18.1	15.3	21.4	21.1	27.2	16.2	21.7	61.5	86.2	86.9	88.1	89.3
inne koszty	26.0	43.4	87.2	95.8	91.6	80.2	92.4	92.2	252.4	356.5	351.0	356.7	362.6
Usługi kontraktowe	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2014	2015	2016	2017	2018
łączna liczba RGU na koniec okresu, w tym:	11.98	12.02	12.23	12.42	12.45	12.47	12.48	12.64	12.42	12.64	12.81	12.96	13.04
płatna tv [mln]	4.24	4.26	4.34	4.39	4.41	4.42	4.43	4.46	4.39	4.46	4.49	4.49	4.49
telefonii komórkowa [mln]	6.71	6.64	6.62	6.59	6.55	6.50	6.46	6.43	6.59	6.43	6.31	6.21	6.13
Internet [mln]	1.03	1.12	1.27	1.44	1.49	1.54	1.59	1.74	1.44	1.74	2.01	2.26	2.41
Liczba klientów [mln]	6.26	6.22	6.18	6.18	6.15	6.11	6.07	6.06	6.18	6.06	6.01	5.97	5.95
RGU / liczba klientów	1.91	1.93	1.98	2.01	2.02	2.04	2.06	2.09	2.01	2.09	2.13	2.17	2.19
ARPU [PLN]	84.8	85.3	86.5	86.5	85.0	86.5	88.0	89.5	85.8	87.2	90.0	92.0	93.9
Dług netto [mln PLN]	1.55	12.09	12.42	11.97	11.81	11.68	11.87	11.73	11.97	11.73	10.82	10.04	9.35
EUR/PLN eop	4.17	4.16	4.18	4.26	4.32	4.40	4.40	4.45	4.26	4.45	4.45	4.45	4.40
USD/PLN eop	3.03	3.05	3.30	3.51	3.63	3.70	3.70	3.75	3.51	3.75	3.75	3.75	3.71

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	2.91	7.55	10.42	10.56	10.73	10.90	11.07	11.23	11.40	11.58	11.75	11.93
<i>detaliczne (klienci ind + biznesowi)</i>		5.22	7.33	7.40	7.49	7.60	7.69	7.77	7.87	7.96	8.05	8.15
<i>hurtowe</i>		2.00	2.57	2.64	2.70	2.77	2.84	2.91	2.99	3.06	3.14	3.22
<i>sprzedaż sprzętu</i>		0.28	0.47	0.47	0.48	0.48	0.49	0.49	0.50	0.51	0.51	0.52
<i>pozostałe</i>		0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Koszty	2.16	6.11	8.71	8.94	8.91	8.93	9.01	9.10	9.20	9.32	9.44	9.57
<i>kontentu</i>		1.01	1.18	1.20	1.22	1.24	1.26	1.28	1.29	1.31	1.33	1.35
<i>dystribucji, marketingu, obsługa</i>		0.62	0.81	0.80	0.80	0.81	0.82	0.83	0.85	0.86	0.87	0.89
<i>amortyzacja i utrata wartości</i>		1.33	1.90	2.01	1.83	1.74	1.71	1.69	1.69	1.70	1.72	1.73
<i>koszty techniczne i rozliczeń międz.</i>		1.42	2.35	2.44	2.54	2.59	2.63	2.67	2.71	2.75	2.79	2.83
<i>koszty pracownicze</i>		0.41	0.51	0.53	0.54	0.54	0.55	0.56	0.57	0.58	0.59	0.60
<i>koszt własny sprzedanego sprzętu</i>		1.01	1.51	1.52	1.55	1.57	1.59	1.60	1.62	1.64	1.66	1.68
<i>windykacja, odpisy należności</i>		0.06	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.10
<i>inne koszty</i>		0.25	0.36	0.35	0.36	0.36	0.37	0.37	0.38	0.38	0.39	0.40
EBITDA	1.05	2.77	3.61	3.62	3.64	3.71	3.77	3.83	3.90	3.96	4.03	4.09
EBIT	0.79	1.45	1.71	1.61	1.82	1.97	2.06	2.14	2.20	2.26	2.31	2.36
Koszty finansowe	0.22	1.17	1.24	0.99	0.95	0.86	0.75	0.70	0.59	0.54	0.49	0.45
Wynik brutto	0.59	0.30	0.48	0.62	0.86	1.11	1.32	1.44	1.61	1.72	1.82	1.91
Podatek	0.07	0.03	0.06	0.08	0.11	0.14	0.18	0.22	0.26	0.29	0.33	0.36
Wynik netto dla akcjonariuszy	0.53	0.27	0.41	0.54	0.75	0.97	1.13	1.22	1.36	1.43	1.49	1.55
Bilans	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe razem	4.46	23.32	23.43	22.91	22.65	22.55	22.52	22.52	22.54	22.58	22.64	22.70
Zestawy odbiorcze	0.41	0.45	0.53	0.59	0.63	0.65	0.66	0.68	0.69	0.70	0.71	0.72
RZAT+WNIP	3.88	22.23	22.26	21.67	21.37	21.26	21.20	21.19	21.20	21.24	21.28	21.33
Inne aktywa dł term	0.17	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
Aktywa obrotowe razem	1.22	4.49	4.51	4.86	5.11	4.29	4.37	3.51	3.57	3.53	3.51	3.50
Zapasy	0.15	0.36	0.38	0.41	0.45	0.45	0.46	0.47	0.48	0.48	0.49	0.50
Należności handlowe	0.37	1.47	1.59	1.61	1.64	1.67	1.69	1.72	1.74	1.77	1.80	1.82
Pozostałe aktywa obrotowe	0.36	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58
Środki pieniężne	0.34	2.08	1.95	2.26	2.44	1.58	1.63	0.75	0.77	0.70	0.64	0.60
Aktywa razem	5.68	27.81	27.94	27.77	27.75	26.84	26.88	26.03	26.11	26.12	26.15	26.20
Kapitał własny razem	3.00	9.12	9.53	9.94	10.47	11.06	11.71	12.37	13.05	13.67	14.30	14.96
Zobowiązania razem	2.68	18.69	18.40	17.84	17.28	15.78	15.17	13.66	13.06	12.45	11.85	11.24
Zobowiązania dł term	1.70	14.23	13.85	13.25	12.65	11.10	10.45	8.90	8.26	7.61	6.96	6.31
Zobowiązania %	1.58	12.29	11.91	11.31	10.71	9.16	8.51	6.97	6.32	5.67	5.02	4.37
Inne dł term zobow i rezerwy	0.12	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94
Zobowiązania kr term	0.97	4.46	4.55	4.59	4.63	4.67	4.72	4.76	4.80	4.84	4.89	4.93
Zobowiązania %	0.34	1.81	1.81	1.81	1.81	1.81	1.81	1.81	1.81	1.81	1.81	1.81
Zobowiązania handlowe	0.41	1.68	1.74	1.76	1.79	1.82	1.85	1.87	1.90	1.93	1.96	1.99
Inne kr term zobow i rezerwy	0.22	0.98	1.01	1.02	1.03	1.05	1.06	1.07	1.09	1.10	1.12	1.13
Pasywa razem	5.68	27.81	27.94	27.77	27.75	26.84	26.88	26.03	26.11	26.12	26.15	26.20
CF	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF operacyjny	0.80	2.31	3.18	3.20	3.18	3.24	3.25	3.28	3.30	3.32	3.35	3.38
CF inwestycyjny	-0.13	0.91	-1.69	-1.16	-1.23	-1.31	-1.33	-1.35	-1.37	-1.39	-1.41	-1.43
CF finansowy	-0.60	-1.47	-1.61	-1.73	-1.77	-2.78	-1.88	-2.81	-1.91	-2.00	-2.00	-1.99
Środki pieniężne sop	0.27	0.34	2.10	1.97	2.27	2.45	1.60	1.64	0.76	0.78	0.71	0.65
Środki pieniężne eop	0.34	2.10	1.97	2.27	2.45	1.60	1.64	0.76	0.78	0.71	0.65	0.61

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena [PLN]	22.13	22.13	22.13	22.13	22.13	22.13	22.13	22.13	22.13	22.13	22.13
Liczba akcji eop [mln szt.]	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5	639.5
Mkt Cap [mld PLN]	14.15	14.15	14.15	14.15	14.15	14.15	14.15	14.15	14.15	14.15	14.15
EV [mld PLN]	26.12	25.88	24.98	24.19	23.50	22.80	22.14	21.47	20.89	20.30	19.70
Dług netto [mld PLN]	11.97	11.73	10.82	10.04	9.35	8.65	7.99	7.32	6.74	6.15	5.54
Dług netto / EBITDA	4.32x	3.24x	2.99x	2.76x	2.52x	2.29x	2.08x	1.88x	1.70x	1.53x	1.35x
Dług % [mld PLN]	14.10	13.72	13.12	12.52	10.97	10.32	8.78	8.13	7.48	6.83	6.18
Gotówka [mld PLN]	2.13	2.00	2.30	2.48	1.63	1.67	0.79	0.81	0.74	0.68	0.64
EPS [PLN]	0.42	0.65	0.84	1.18	1.51	1.77	1.91	2.12	2.23	2.33	2.42
BVPS [PLN]	14.26	14.91	15.54	16.38	17.30	18.31	19.34	20.41	21.37	22.36	23.38
P/E	52.9x	34.1x	26.3x	18.8x	14.6x	12.5x	11.6x	10.4x	9.9x	9.5x	9.1x
EV/EBITDA	9.4x	7.2x	6.9x	6.6x	6.3x	6.0x	5.8x	5.5x	5.3x	5.0x	4.8x
EV/EBIT	18.1x	15.1x	15.5x	13.3x	11.9x	11.0x	10.4x	9.7x	9.2x	8.8x	8.3x
P/BV	1.6x	1.5x	1.4x	1.4x	1.3x	1.2x	1.1x	1.1x	1.0x	1.0x	0.9x
P/CE	8.9x	6.1x	5.6x	5.5x	5.2x	5.0x	4.9x	4.6x	4.5x	4.4x	4.3x
EV/S	3.5x	2.5x	2.4x	2.3x	2.2x	2.1x	2.0x	1.9x	1.8x	1.7x	1.7x
Dywidenda [mln PLN]	102.90	0.00	136.88	215.44	375.88	483.30	566.36	672.48	813.70	855.51	893.86
DPS [PLN]	0.16	0.00	0.21	0.34	0.59	0.76	0.89	1.05	1.27	1.34	1.40
Payout ratio (1-t)	20%	0%	33%	40%	50%	50%	50%	55%	60%	60%	60%
DYield	0.7%	0.0%	1.0%	1.5%	2.7%	3.4%	4.0%	4.8%	5.7%	6.0%	6.3%
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
RGU eop, w tym:	12.42	12.64	12.81	12.96	13.04	13.07	13.10	13.12	13.15	13.17	13.19
<i>Platna tv</i>	4.39	4.46	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49
<i>Telefonia komórkowa</i>	6.59	6.43	6.31	6.21	6.13	6.06	6.00	5.95	5.90	5.86	5.82
<i>Internet</i>	1.44	1.74	2.01	2.26	2.41	2.51	2.60	2.68	2.76	2.82	2.88
Liczba klientów eop	6.18	6.06	6.01	5.97	5.95	5.93	5.92	5.91	5.90	5.89	5.88
RGU / liczba klientów	2.01	2.09	2.13	2.17	2.19	2.20	2.21	2.22	2.23	2.23	2.24
ARPU [PLN]	85.8	87.2	90.0	92.0	93.9	95.5	96.9	98.4	99.9	101.4	102.9
EUR/PLN eop	4.26	4.45	4.45	4.45	4.40	4.35	4.30	4.25	4.20	4.15	4.10
USD/PLN eop	3.51	3.75	3.75	3.75	3.71	3.66	3.62	3.58	3.54	3.50	3.45

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, banki/finanse, media, handel stala

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Dariusz Wareluk

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
redukuj	20.11	akumuluj	18.7	30.01.2013	22.13	50 230
akumuluj	18.7	trzymaj	15.15	30.01.2013	16.93	47032
trzymaj	15.15	akumuluj	13.44	25.09.2012	14.6	43 700
akumuluj	13.44	redukuj	13.45	09.01.2012	12.60	37 420
redukuj	13.45	redukuj	12.60	28.07.2010	14.79	42 770
redukuj	12.60	redukuj	14.70	24.11.2009	14.00	39 950
redukuj	14.70	akumuluj	14.50	07.07.2009	16.30	29 950
akumuluj	14.50	-	-	27.03.2009	13.25	24 300

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'15:

Kupuj	1	50%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	50%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich Klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowo inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowo inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 19.01.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.01.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanyymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 19.01.2015 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.