

22 lipca 2009

Cyfrowy Polsat

redukuj

media

poprzednia rekomendacja: *

Cena: 18.0

Cena docelowa: 15.9

Silniejsza konkurencja, gorsze perspektywy

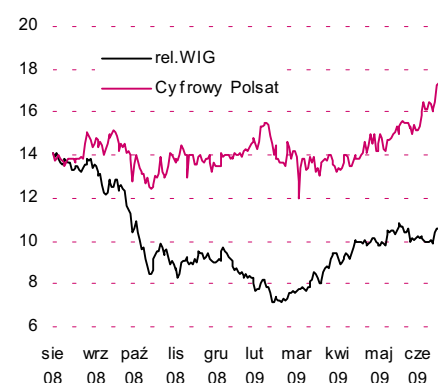
Cyfrowy Polsat to największa na rynku cyfrowa platforma satelitarna w Polsce, skupiająca na koniec 2008r. blisko 60% wszystkich abonentów DTH. Ostatnie lata były dla niej niezwykle sprzyjające, jednak od pewnego czasu konkurencja ze strony platformy „n” oraz Cyfry+, zwłaszcza o mniej wymagającego klienta, może utrudnić szybką poprawę rentowności w kolejnych okresach. Cyfrowy Polsat jako lider rynku ma największe szanse na pokonanie rywali. Jednak biorąc pod uwagę rosnącą konkurencję nie tylko ze strony innych platform oraz względnie wysoki kurs akcji, rekomendujemy redukowanie waleorów spółki, wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 15.9 PLN.

Trudniejsze warunki funkcjonowania platform

Ze wszystkich oferowanych obecnie kanałów dystrybucji telewizji cyfrowej, naszym zdaniem największe szanse na zdobycie nowych klientów w najbliższych latach mają właśnie platformy satelitarne. Wpływ na to będzie miała przede wszystkim szeroka oferta programów i usług, znaczące wydatki marketingowe oraz dostępność tej technologii na terenach mniej zurbanizowanych. Niemniej jednak należy zauważyć coraz szerszą ofertę telewizji kablowych, przede wszystkim w ofercie kanałów HD. Dodatkowo wprowadzenie naziemnej telewizji cyfrowej może negatywnie wpłynąć na przychody z tańszych pakietów. DVB-T jest również w pewnym stopniu zagrożeniem dla Cyfrowego Polsatu z uwagi na plany wprowadzenia obowiązku udostępniania za darmo siedmiu nadawanych dziś naziemnie kanałów. Może to wytrącić spółce jeden z jej głównych atutów - brak głównego kanału Polsatu w konkurencyjnych platformach satelitarnych.

Nieunikniona konsolidacja

Rynek płatnej telewizji w Polsce zdecydowanie się spłaszczył i rozłożył na większą liczbę graczy. Do gry weszły cyfrowe kablówki i operatorzy telekomunikacyjni (Orange). Konkurencja wśród samych platform zdecydowanie się zaostrzyła. Na lepiej rozwiniętych rynkach Europy Zachodniej, gdzie procesy konsolidacyjne już się zakończyły, działa z reguły jedna duża cyfrowa platforma satelitarna. Z tego względu po silniejszym nasyceniu rynku w Polsce należy oczekiwać również w naszym kraju fali fuzji i przejęć. "Cyfrowy Polsat" jako lider rynku ma największe szanse na utrzymanie pozycji i wypchnięcie z rynku lub przejęcie konkurencji.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	18.0/12.0
Liczba akcji (mln)	268.3
Kapitałizacja (mln PLN)	4 830
EV (mln PLN)	4 812
Free float (mln PLN)	1 537
Średni obrót (mln PLN)	9.1
Główny akcjonariusz	Polaris Finance B.V.
% akcji, % głosów	68.18/78.53
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	14.9 32.5 32.0
Zmiana rel. WIG (%)	9.9 9.1 48.7

Łukasz Kołaczkowski

(022) 598 26 59

lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2007	796.7	145.1	165.9	140.1	113.4	0.4	0.5	0.2	42.6	79.0	33.8	29.6	185.5
2008	1 136.3	324.3	347.8	333.7	269.8	1.0	1.1	1.1	17.9	16.5	14.5	13.5	92.0
2009p	1 316.6	341.8	381.1	352.8	285.7	1.1	1.2	1.4	16.9	12.8	13.7	12.2	75.6
2010p	1 477.4	414.4	466.5	421.3	341.3	1.3	1.5	2.0	14.2	9.1	11.0	9.7	64.3
2011p	1 614.9	460.9	521.0	473.3	383.4	1.4	1.7	2.4	12.6	7.5	9.6	8.5	59.8

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; wskaźniki wyliczone przy cenie 18.0

Podsumowanie inwestycyjne

Wzrost udziału udostępniania kosztem sprzedaży

Od początku bieżącego roku zmieniły się zdecydowanie preferencje klientów co do sposobu wykorzystania dekoderek przy podpisywaniu umowy. Podczas gdy w poprzednich latach udział wynajmu wynosił zaledwie ok. 3%, w I kw. 2009r. było to ok. 55% i tendencja ta była utrzymana również w II kw. Z uwagi na większe przywiązanie do platformy po nabyciu dekodera na własność, zwiększenie znaczenia wynajmu w dłuższym terminie przełoży się na wzrost współczynnika odpływu abonentów (churnu). Jednocześnie wzrośnie znacząco amortyzacja (5-letni okres), a co za tym idzie rentowność EBITDA. Przy wynajmie dekodera klienci wnoszą opłatę aktywacyjną wynoszącą min. 79 PLN, która jest zdecydowanie niższa od średniego przychodu ze sprzedaży dekodera (ok. 120-130 PLN). Z tego względu przychody będą niższe, ale spółka będzie mogła wykorzystywać dekoder ok. 8-9 lat. Należy jednak pamiętać, iż pojawi się problem ściągalności tych dekoderek po rozwiązaniu umów. W naszym modelu zakładamy docelowy udział wynajmu na poziomie 70% już w przyszłym roku.

Wzrost popytu na droższe dekodery

We wszystkich platformach cyfrowych zauważalny jest trend wzrostu popytu na droższe, lepsze technologicznie dekodery. Trend ten związany jest z coraz większą ilością telewizorów przystosowanych do odbioru wysokiej jakości obrazu i dźwięku oraz bogaceniem się i zmianą przyzwyczajeń widzów. W przypadku Cyfrowego Polsatu dotychczas tendencja ta jest mało widoczna, ale naszym zdaniem już w tym roku powinno się to zdecydowanie zmienić, w czym również może pomóc włączenie do oferty dekoderek HD z twardym dyskiem.

Promocje obniżają przejściowo ARPU

Z uwagi na zwiększoną konkurencję Cyfrowy Polsat oferował nowym abonentom usługi bez opłat w początkowym okresie. W II połowie 2008r. przy podpisywaniu umów na 2-3 lata klient mógł nie płacić za abonament od 3-12 miesięcy. W wiosennych promocjach klienci nie wnosili opłat abonamentowych za wybraną ofertę programową przez 1, 3 lub 6 miesięcy. Z tego też względu oraz w wyniku większego zainteresowania pakietami Mini można oczekiwać, iż ARPU może się nieco obniżyć. Z drugiej strony za podwyższeniem ARPU przemawia rosnące zainteresowanie droższymi pakietami, co często powiązane jest ze wzrostem popytu na droższe dekodery w technologii HD. Ponadto, z uwagi na rosnące zainteresowanie wynajmem dekoderek, ARPU będzie się wyraźnie zwiększać, gdyż opłata aktywacyjna wliczana jest do przychodów z abonamentu. Przy naszym założeniu wzrostu udziału wynajmu średnio w 2009r. do 60%, czynniki przemawiające za spadkiem ARPU będą przeważały i szacujemy, że wyniesie ono 34.7 PLN.

Platformy satelitarne najbardziej perspektywiczne

Ze wszystkich oferowanych obecnie kanałów dystrybucji telewizji cyfrowej, naszym zdaniem największe szanse na zdobycie nowych klientów w najbliższych latach mają właśnie platformy satelitarne. Wpływ na to będzie miała przede wszystkim szeroka oferta programów i usług, znaczące wydatki marketingowe oraz dostępność tej technologii na terenach mniej zurbanizowanych. W przypadku tanich pakietów jedynym zagrożeniem może być naziemna telewizja cyfrowa.

Choć dynamika wzrostu liczby klientów IPTV będzie największa wśród wszystkich kanałów dystrybucji, udział w ogólnej liczbie abonentów będzie nadal nikomy, przynajmniej w perspektywie kilku najbliższych lat. Problemem IPTV jest nadal technologia, która uniemożliwia zaoferowanie konkurencyjnej oferty do platform satelitarnych oraz przede wszystkim problem małej skali działalności, który przejawia się w dużo uboższej ofercie programowej. Z tego też względu uważamy, iż rozwój IPTV w Polsce będzie związany ze współpracą z platformami satelitarnymi (obecnie Netia we współpracy z platformą „n”, TP S.A. we współpracy z Cyfra+). Za kilka lat naszym zdaniem IPTV będzie po prostu dodatkową usługą w szerokiej ofercie wszystkich platform satelitarnych.

Kontrola należności ważna w okresie kryzysu

Spółka posiada specyficzny model płatności polegający na udostępnieniu klientowi odpowiedniej oferty programowej po uprzednim wniesieniu opłaty abonamentowej. Dzięki temu udało się spółce ograniczyć klientów, którzy znacznie spóźniają się z wnoszeniem opłat, co jest bardzo ważne w czasach kryzysu. Umożliwia to m.in. system bilingowy i zintegrowany z nim system zarządzania uprawnieniami abonentów w dekodery, który pozwala na nadawanie i blokowanie dostępu do sygnału w dowolnym momencie.

Duża część klientów Cyfrowego Polsatu posiada dekodery na własność, co pozytywnie wpływa na churn i zmniejsza ryzyko należności. Sytuacja ta jednak zmienia się, co było widać już w I kw., kiedy to więcej niż połowa dekodów została udostępniona.

Ryzyko kursowe

Wyniki Cyfrowego Polsatu w dużym stopniu uzależnione są od wahań kursów walutowych. Największe koszty operacyjne - koszty licencji programowych - są w ok. 44% denominowane w EUR oraz w 55% w USD. Koszty przesyłu sygnału są prawie w całości denominowane w EUR. Ponadto koszty zakupionych zagranicą dekodów oraz telefonów są również w dużym stopniu zależne od wahań USD (w ok. 60%), jak również w mniejszym stopniu od EUR (w 20%). W 2008r. ekspozycja walutowa brutto (bez zabezpieczeń) wyniosła 55 mln EUR oraz 136.4 mln USD.

Spółka stosuje nieregularnie transakcje zabezpieczające pozycje walutowe. Do końca września 2009r. Cyfrowy Polsat ma zabezpieczone ok. 66% kosztów denominowanych w USD (przy kursie 2.318) i nie ma zabezpieczonych kosztów denominowanych w EUR. Wszelkie zmiany w pozycjach zabezpieczających wykazywane są bezpośrednio w rachunku wyników (spółka nie prowadzi rachunkowości zabezpieczeń).

Wysoka rentowność utrzymana

Czynniki mogące korzystnie wpłynąć na rentowność to produkcja własnych dekodów, utworzenie własnego centrum serwisowego dekodów oraz zastosowanie wyniesionych systemów dostępu warunkowego umożliwiających zabezpieczenie dostępu do programów transmitowanych za pomocą transponderów satelity HotBird (programy te dostępne są bezpośrednio bez konieczności ponoszenia kosztów retransmisji programów, w tym kosztów wynajmu transpondera). W roku bieżącym szacujemy spadek rentowności w dużej mierze w wyniku niekorzystnych kursów walutowych. W długim terminie szacujemy, że marża EBITDA zbliży się do 33.5%. Choć marża ta jest wysoka, oczekiwania rynkowe dla platformy jeszcze sprzed kilku kwartałów były wyższe.

W oczekiwaniu na konsolidację

Rynek płatnej telewizji w Polsce zdecydowanie się spłaszczył i rozłożył na większą liczbę graczy. Do gry weszły cyfrowe kablówki i operatorzy telekomunikacyjni (Orange). Mimo tego platformom satelitarnym udaje się coraz więcej zarobić na klientach, a z drugiej strony powstają tanie projekty pakietów (np. "Telewizja na Kartę", promocje i tanie pakiety Canal+). Konkurencja będzie z każdym rokiem coraz ostrzejsza, a dodatkowo sytuację dostawców telewizji cyfrowej może pogorszyć udane wejście naziemnej telewizji cyfrowej, która jednak będzie stanowiła zagrożenie głównie dla oferty najtańszej ("Telewizja na Kartę", "prepaid" Cyfrowego Polsatu).

Na lepiej rozwiniętych rynkach Europy Zachodniej, gdzie procesy konsolidacyjne już się zakończyły, działa z reguły jedna duża cyfrowa platforma satelitarna. Z tego względu po silniejszym nasyceniu rynku w Polsce należy oczekiwać również w naszym kraju procesów konsolidacyjnych. "Cyfrowy Polsat" jako lider rynku ma największe szanse na utrzymanie pozycji i wypchnięcie z rynku lub przejęcie konkurencji.

Cyfrowa telewizja naziemna niedużym zagrożeniem

Jeszcze w tym roku ma wejść w życie rządowa strategia cyfryzacji telewizji (przygotowana przez Międzyresortowy Zespół ds. Telewizji i Radiofonii Cyfrowej), która zakłada, że telewizja cyfrowa będzie nadawana w formacie MPEG-4 i całkowicie ma zastąpić analogową w sierpniu 2013r. Naziemna telewizja cyfrowa będzie głównie zagrożeniem dla sieci kablowych z uwagi na dużą rzeszę klientów posiadających wyłącznie najtańsze pakiety kilku programów. W mniejszym stopniu wprowadzenie DVB-T dotknie najtańsze pakiety platform satelitarnych, w tym pakiet Mini Cyfrowego Polsatu. W pewnym stopniu zagrożeniem dla spółki są również plany wprowadzenia obowiązku udostępniania za darmo siedmiu nadawanych dziś naziemnie kanałów sieciom kablowym, platformom satelitarnym oraz firmom telekomunikacyjnym. Jeżeli pomysł ten zostałby przeforsowany, Cyfrowy Polsat straciłby jeden z jego głównych atutów - brak głównego kanału Polsatu w konkurencyjnych platformach satelitarnych.

Spółka prawdopodobnie będzie chciała wykorzystać wprowadzenie cyfrowej telewizji naziemnej na rozwój wachlarza produkowanych dekodów. Dzięki temu przy malejącym zapotrzebowaniu na sprzęt dla własnych klientów wykorzysta wolne moce produkcyjne (możliwość produkcji na trzy zmiany - obecnie wykorzystywana jedna zmiana).

Sezonowość

Na rynku platform cyfrowych istnieje wyraźna sezonowość. Historycznie w Polsce Cyfrowym ok. 50% przyłączeń było realizowanych w IV kwartale. Z tego też względu koszty pozyskania abonenta są w tym okresie zdecydowanie wyższe, co przekłada się na niższe zyski. Z drugiej strony obecnie spółka ponosi w ciągu roku wysokie koszty produkcji dekodów, których większość będzie sprzedana lub wynajęta dopiero w IV kw.

Cyfra+ bez wyłączności na kanały premium

Platforma Cyfra+ straciła monopol na treści premium, które były do tej pory jej wizytówkami. Chodzi tu między innymi o kanały HBO, które przez wiele lat nie mogły się pojawić w Cyfrowym Polsacie i "n" oraz wyłączność na prawa do ligi polskiej (kilka najbardziej widowiskowych i znaczących spotkań ekstraklasy w sezonie może teraz pokazywać TVP). Ponadto we wrześniu ub.r. platforma "n" ogłosiła, że kupiła licencje na emisję filmów z Paramount Pictures i Dreamworks, które dotąd były atutem Canal+. Ten ostatni jeszcze tylko przez kilka lat będzie dysponował premierami filmów z tych wytwórni. Cyfrowy Polsat i platforma "n" zyskały mocny argument w walce z konkurentem.

Polityka dywidendy

W dniu 4 lipca 2008r. WZA spółki podjęło uchwałę w sprawie polityki dywidendy, która stanowi, iż będzie dystrybuowane od 33% do 66% rocznego zysku netto w ramach wypłaty dywidendy. Uzależnione będzie to jednak od kwoty osiągniętego zysku, sytuacji finansowej, istniejących zobowiązań (w tym ewentualnych ograniczeń wynikających z umów dotyczących zadłużenia), możliwości dysponowania kapitałami rezerwowymi, oceny przez zarząd i Radę Nadzorczą perspektyw spółki oraz realizacji stałego rozwoju spółki, przede wszystkim poprzez przejęcia i nowe projekty.

Preferencyjne stawki dla MVNO

Z uwagi na posiadanie własnej infrastruktury telekomunikacyjnej telefonia komórkowa Cyfrowego Polsatu ma podobne przywileje jak P4 - operator sieci Play. Obie sieci uzyskały preferencyjne stawki MTR (za zakańczanie połączeń głosowych w sieciach mobilnych), które powinny obniżyć się i zrównać się ze stawkami największych operatorów dopiero w 2014r. Asymetria ta zdaniem UKE ma pozwolić na zwiększenie konkurencji poprzez pomoc w rozwoju nowym operatorom, którzy początkowo ponoszą wysokie koszty inwestycji.

Strategia rozwoju

Spółka planuje utrzymać dynamiczny wzrost liczby abonentów dzięki zwiększającemu się dochodowi rozporządzalnemu Polaków, a także poprzez utrzymywanie atrakcyjnych cen, wzrost jakości obsługi klienta, strategię marketingową skierowaną do całej rodziny oraz wprowadzanie szerokiej oferty nowych produktów, usług i technologii.

Planowany rozwój oferty programowej i usług zintegrowanych...

Aby utrzymać wzrost ARPU planowane jest dalsze rozszerzanie oferty programowej, koncentrując się przede wszystkim na pozyskaniu nowych wysokiej jakości kanałów filmowych. Spółka zamierza również wprowadzać usługi zintegrowane wykorzystując markę "Cyfrowy Polsat" i obecną bazę abonencką. Zdaniem spółki rynek usług zintegrowanych w Polsce będzie rozwijał się bardzo dynamicznie w kolejnych latach. Dzięki silnej marce i szerokiej bazie abonentów, sprzedaż takich usług może przynieść dodatkowe przychody przy stosunkowo niskich kosztach.

Na 2009 rok platforma "Cyfrowy Polsat" zaplanowała rozwój swojej oferty programowej, a także usług telefonii komórkowej. W pierwszym przypadku chodzi głównie o dołączenie nowych kanałów w wysokiej rozdzielczości. Mówi się o uruchomieniu nowych kanałów między innymi przez Polsat. Możliwe, że w końcu ruszy Polsat HD, a do oferty dojedzie obiecany kanał BBC HD.

... w tym szerokopasmowego dostępu do internetu...

Spółka myśli również nad ulepszeniem swojej oferty telefonii komórkowej i rozpoczęciem świadczenia usługi dostępu do szerokopasmowego Internetu od IV kw. we współpracy ze spółką telekomunikacyjną Sferia. Technologią obsługującą usługę Internetu będzie z pewnością technologia CDMA. W marcu spółka poinformowała, iż od podjęcia decyzji inwestycyjnej, Sferia jest w stanie pokryć siecią radiową (w technologii CDMA) ok. 10% powierzchni Polski, na którą przypada ok. 1 mln dekodów "Cyfrowego Polsatu". Spółka bierze pod uwagę również inne technologie, jak BitStream (za pomocą łączy TP S.A.) lub Internet satelitarny, który jest jednak rozwiązaniem bardzo drogim. Jeżeli chodzi o drugą z tych technologii to operator satelitarny Astra SES prowadzi obecnie rozmowy z operatorami w Polsce dotyczące usługi Astra2Connet, która umożliwia satelitarny dostęp do Internetu, a także odbiór usług triple play. Z uwagi jednak na wysokie koszty tej technologii oraz powiązania głównego akcjonariusza ze Sferią, uważamy, iż "Cyfrowy Polsat" przynajmniej na początku skoncentruje się na technologii radiowej.

... telefonii stacjonarnej, IPTV oraz NVoD

Sferia oferuje również telefonię stacjonarną, więc niewykluczone, że usługa ta znajdzie się także w przyszłości w ofercie "Cyfrowego Polsatu". Po wprowadzeniu do oferty usługi szerokopasmowego Internetu, możliwe, że oferta poszerzy się o usługę IPTV.

Cyfrowy Polsat rozważa także zaoferowanie w przyszłości usługi VoD lub usługi, która będzie zbliżona do VoD (tzw. NVoD - Near-video-on-demand), polegającej na nadawaniu audycji w krótkich interwałach czasowych, tak żeby klient miał możliwość śledzenia programu bez konieczności dopasowania do ramówki. Pomysł ten, choć zdecydowanie uboższy niż VoD, jest z pewnością o wiele tańszy przede wszystkim dla spółki, ale również dla odbiorców.

Główna strategia spółki bazuje więc na budowie oferty "multi play", która ma pozwolić w przyszłości na dywersyfikację przychodów, zwiększenie lojalności klientów oraz obniżenie wskaźnika churn. Dodatkowo przeprowadzone będą działania mające na celu poprawę rentowności, jak to miało miejsce z własną fabryką dekodów, która jeśli popyt ze strony odbiorców Cyfrowego Polsatu na dekodery SD będzie zbyt niski, może rozpocząć produkcję dekodów HD oraz przystosowanych do odbioru cyfrowej telewizji naziemnej.

Wycena spółki

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą porównawczą do spółek zagranicznych i krajowych działających w tej samej branży. Wycena metodą DCF na bazie strumieni pieniężnych w latach 2009-2018 sugeruje wartość 17.8 PLN na akcję, natomiast wycena porównawcza 14.0 PLN na akcję.

Metoda wyceny	Wartość		Wycena spółki	Wycena 1 akcji (PLN)
	minimalna	maksymalna		
Wycena porównawcza - spółki zagraniczne (mln PLN)	2 309	4 648	3756	14.0
Wycena DCF (mln PLN)			4780	17.8
Wycena (mln PLN)			4268	
Wycena 1 akcji Polsatu Cyfrowego (PLN)			15.9	

Źródło: Millennium DM, średnia ważona - DCF - 50%, porównawcza do firm zagranicznych i krajowych - 50%

Wycenę ostateczną 15.9 PLN stanowi średnia ważona poszczególnych wycen uzyskanych z tych dwóch metod.

Poniżej przedstawiamy główne założenia do wyceny.

Założenia liczby abonentów, ARPU, churn na lata 2009-2012

	2009	2010	2011	2012
Liczba abonentów *	3011	3163	3218	3265
Familijny	2383	2416	2422	2441
Mini	628	747	796	824
ARPU	34.7	35.0	35.9	37.7
Familijny	40.3	42.0	44.1	46.9
Mini	9.1	10.0	10.1	10.2
Churn	9.4%	10.2%	10.9%	11.8%
Familijny	11.0%	12.0%	12.5%	13.0%
Mini	2.0%	4.0%	6.0%	8.0%

Źródło: Millennium DM; * na koniec roku

Rynkowe

- ☐ Wzrost penetracji płatnej telewizji z 72% w 2009r. do 77% w 2012r.
- ☐ Wzrost udziału DTH w rynku płatnej telewizji z 51.6% w 2009r. do 54% w 2012r.
- ☐ Średni kurs EUR/PLN na poziomie 4.4 w 2009r. i 4.1 w 2010r. Średni kurs USD/PLN na poziomie 3.15 w 2009r. i 2.9 w 2010r.
- ☐ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2018r. - 5.0%.

Specyficzne

- ☐ Wzrost udziału wynajmu z 60% w 2009r. do 70% w 2010r. i utrzymanie na tym poziomie w kolejnych latach.
- ☐ Średni miesięczny pakiet dodatkowy (HBO, Cinemax itp.) na poziomie 20 PLN, średnia marża brutto 25%. Wzrost udziału nowych klientów zainteresowanych dodatkowymi pakietami z 20% w 2009r. do 25% w 2012r.
- ☐ Zakładamy, że wszystkie dekodery wyprodukowane w danym roku, są w tym samym roku sprzedane lub udostępnione.
- ☐ W przypadku spadku popytu na dekodery SD, fabryka spółki zacznie produkować dekodery HD. Nie uwzględniamy produkcji dekodów dla cyfrowej telewizji naziemnej.

- ☐ Przychody ze sprzedaży i koszty wytworzenia dekodерów wyprodukowanych we własnej fabryce księgowane w pozostałych przychodach i kosztach operacyjnych.
- ☐ Subsydiowanie dekodерów na poziomie 40%.
- ☐ Osiągnięcie breakeven MVNO w 2013r. Docelowa marża EBIT na poziomie 7%. Strata EBITDA w 2009r. na poziomie ok. 37.5 mln PLN.
- ☐ Premia rynkowa za ryzyko - 5%.
- ☐ Współczynnik *Beta* na poziomie 1.0.

Wycena DCF

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych obejmuje 10-letnią prognozę wolnych przepływów pieniężnych dla firmy. Koszt kapitału został wyliczony na podstawie modelu CAPM, który opiera się na wolnej od ryzyka stopie procentowej, premii rynkowej oraz parametrze *Beta*. Zmianę wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy przyjęliśmy na poziomie 1%. Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy dyskontowej na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wycena DCF

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	>2018
sprzedaż	1 317	1 477	1 615	1 787	1 924	1 986	2 060	2 105	2 110	2 114	
EBIT (1-T)	276.9	335.7	373.3	404.2	451.3	465.5	482.3	495.5	496.3	490.0	
amortyzacja	39.3	52.1	60.1	66.1	74.0	70.4	76.9	89.6	94.9	99.3	
inwestycje	-92.3	-75.1	-54.1	-74.1	-56.0	-97.4	-120.9	-116.6	-86.9	-101.3	
zmiana kap.obrotowego	-4.1	-1.8	-2.8	-1.3	-3.1	-0.5	-2.1	0.8	-0.3	0.1	
FCF	219.8	310.9	376.5	394.9	466.1	438.0	436.3	469.3	504.0	488.1	5 639
zmiana FCF		41.4%	21.1%	4.9%	18.0%	-6.0%	-0.4%	7.6%	7.4%	-3.1%	1.0%
dług/kapitał	27.7%	20.5%	12.5%	4.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	5.0%
stopa wolna od ryzyka	4.2%	4.8%	5.1%	5.2%	5.5%	5.6%	5.6%	5.7%	5.8%	6.0%	5.0%
premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
premia rynkowa	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
koszt długu	5.2%	5.8%	6.1%	6.2%	6.5%	6.6%	6.6%	6.7%	6.8%	7.0%	6.0%
koszt kapitału	9.2%	9.8%	10.1%	10.2%	10.5%	10.6%	10.6%	10.7%	10.8%	11.0%	10.0%
WACC	7.8%	8.8%	9.5%	10.0%	10.4%	10.4%	10.5%	10.6%	10.7%	10.9%	9.7%
PV (FCF)	213.0	277.0	306.4	292.1	312.5	265.9	239.8	233.3	226.3	197.7	2284
wartość DCF (mln PLN)	4847.6		w tym wartość rezydualna		2284						
gotówka netto	-67.4										
wycena DCF (mln PLN)	4780.2										
Liczba akcji (mln)	268.3										
wycena 1 akcji (PLN)	17.8										

Źródło: Millennium DM

Na bazie metody DCF wyceniamy akcje spółki na 17.8 PLN.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN		rezydualna stopa wzrostu						
stopa R_f rezydualna		-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
	4.0%	16.8	17.7	18.9	20.4	22.5	25.4	29.9
	4.5%	16.4	17.3	18.3	19.7	21.4	23.9	27.5
	5.0%	16.1	16.9	17.8	19.0	20.6	22.6	25.6
	5.5%	15.8	16.5	17.4	18.4	19.8	21.6	24.1
	6.0%	15.5	16.2	16.9	17.9	19.1	20.7	22.8

Źródło: Millennium DM

Wycena metodą porównawczą

Wycena porównawcza bazuje na spółkach zagranicznych i krajowych, działających w tej samej branży co Cyfrowy Polsat. Wycena oparta jest na trzech wskaźnikach: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E, prognozowanych dla okresu 2009-2011.

Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2009p	2010p	2011p	2009p	2010p	2011p	2009p	2010p	2011p
MULTIMEDIA POLSKA	4.87	4.52	4.27	11.63	10.19	8.60	14.67	12.24	9.89
BRITISH SKY BROADCASTING	8.16	7.26	6.59	11.07	9.31	8.54	20.25	15.50	13.46
EUTELSAT COMMUNICATIONS	8.50	8.00	7.40	14.18	14.05	12.67	17.66	17.59	15.80
SHAW COMMUNICATIONS INC	7.04	6.48	6.19	11.13	10.23	9.57	14.87	14.14	12.30
AT&T INC	5.22	5.07	4.91	9.84	9.27	8.59	11.64	10.76	10.10
DIRECTV GROUP INC	5.43	4.69	4.29	10.83	7.86	7.07	18.05	12.69	10.78
BCE INC	4.07	4.06	4.05	8.26	8.04	8.12	10.46	10.69	10.49
ASTRO ALL ASIA NETWORKS	9.98	9.12	7.40	13.57	12.25	10.02	30.16	23.24	15.55
Mediana	6.24	5.78	5.55	11.10	9.75	8.59	16.27	13.42	11.54
Wyniki spółki (mln PLN)	381.1	466.5	521.0	341.8	414.4	460.9	285.7	341.3	383.4
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)									
	2309	2627	2825	3727	3972	3894	4648	4579	4425
Wycena	3756								
Wycena 1 akcji (PLN)	14.0								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wartość spółki obliczona metodą porównawczą wynosi 3756 PLN, co stanowi 14.0 PLN na akcję.

Grupa Kapitałowa

Cyfrowy Polsat jest największą, pod względem liczby abonentów, płatną cyfrową platformą satelitarną w Polsce, posiadającą na koniec I kw. 2802 tys. abonentów. W ramach podstawowej działalności spółka świadczy klientom indywidualnym usługę udostępniania programów radiowych i telewizyjnych rozprowadzanych drogą satelitarną (DTH) w zakresie płatnych pakietów programów oraz usługi telekomunikacyjne. Sprzedaż usług płatnej cyfrowej telewizji satelitarnej dla klientów indywidualnych realizowana jest wyłącznie na rynku krajowym. Spółka świadczy również usługi emisji i transmisji sygnału na rzecz nadawców programów telewizyjnych i radiowych.

Cyfrowy Polsat posiada obecnie jedną spółkę zależną (100% udziału) - Cyfrowy Polsat Technology Sp. z o.o., która zajmuje się produkcją dekodерów.

Historia

Początki spółki Cyfrowy Polsat sięgają 1996r., kiedy to powstała spółka akcyjna pod nazwą Market S.A. Trzy lata później firma ta rozpoczęła dostawę sygnału satelitarnego. W latach 2000-2001 nazwa spółki została zmieniona na Cyfrowy Polsat i podpisano umowę z Telewizją Polsat S.A. dotyczącą działalności płatnej cyfrowej platformy satelitarnej.

W 2003r. spółka uzyskała koncesję na bezprzewodowe rozprowadzanie w sposób rozsiewczy satelitarnych programów radiowych i telewizyjnych. W 2004r. nazwa spółki została zmieniona na Cyfrowy Polsat Spółka Akcyjna, a pod koniec tego samego roku platforma posiadała już 393.2 tys. abonentów. W 2005r. Cyfrowy Polsat S.A. połączył się ze spółką Polsat Sp. z o.o., w której posiadał 100% kapitału zakładowego. Na koniec 2005 roku platforma posiadała 656.7 tys. abonentów.

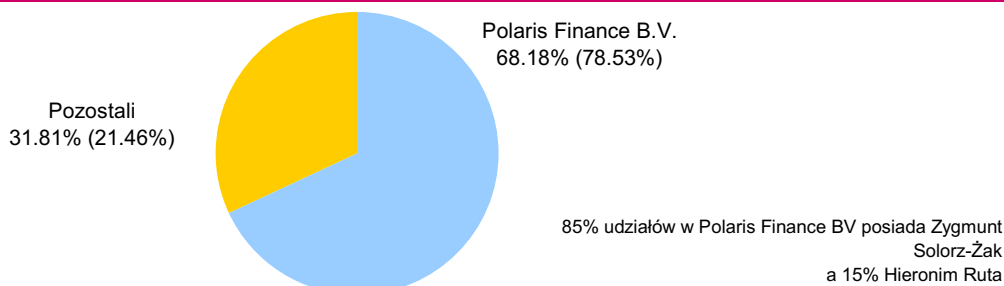
W 2006r. firma utworzyła nową spółkę Cyfrowy Polsat Technology, która zajęła się produkcją dekodерów. Na koniec roku platforma posiadała już blisko 1.3 mln abonentów stając się największym operatorem telewizji cyfrowej w Polsce. Cyfrowy Polsat był pierwszym operatorem, który wprowadził w listopadzie 2006r. dekodер z możliwością nagrywania i pauzowania programów telewizyjnych (DVR).

W kolejnym roku spółka uruchomiła fabrykę dekodерów, a baza abonentów powiększyła się o 60% do 2.1 mln. Sprzedaż wyprodukowanych dekodерów rozpoczęła się pod koniec marca 2008r. (do 31 marca 2009r. spółka sprzedawała lub udostępniała abonentom ok. 318 tys. sztuk wyprodukowanych przez nią dekodерów). W I połowie 2008r. spółka zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., a 6 maja ub.r. uruchomiła usługi telefonii komórkowej. Na koniec roku Cyfrowy Polsat posiadał ponad 2.7 mln abonentów telewizji cyfrowej.

Akcjonariat

Głównym akcjonariuszem spółki Polsat Cyfrowy jest Polaris Finance B.V., który posiada 68.18% kapitału zakładowego spółki i 78.53% głosów na WZA spółki. Bezpośrednio oraz pośrednio poprzez Polaris Finance B.V. 61.9% kapitału zakładowego oraz 71.41% głosów na WZA posiada Zygmunt Solarz-Żak, natomiast Hieronim Ruta posiada w ten sposób 10.93% kapitału zakładowego oraz 12.7% głosów na WZA.

Akcjonariat spółki



Źródło: Cyfrowy Polsat S.A.

Oferta produktów i usług

DTH

Platforma Cyfrowego Polsatu umożliwia odbiór 74 polskojęzycznych kanałów telewizyjnych, wśród których są wszystkie główne kanały naziemne dostępne w Polsce. Ponadto platforma umożliwia dostęp do ponad 500 niekodowanych kanałów telewizyjnych i radiowych dostępnych drogą satelitarną na terenie Polski. Od grudnia 2007 roku oferowane są również cztery kanały tematyczne produkowane przez BBC Worldwide (udostępniane tylko przez platformę Polsatu Cyfrowego). W styczniu 2008r. wprowadzono do oferty trzy premiowe kanały filmowe: HBO, HBO2 oraz HBO Comedy. Dodatkowo obecnie oferowanych jest pięć kanałów wysokiej rozdzielczości, z których większość weszła do oferty w październiku 2008 roku: Polsat Sport HD, Eurosport HD, HBO HD, MTVNHD, Discovery HD. Oferta sportowa kanałów Cyfrowego Polsatu obejmuje między innymi takie wydarzenia sportowe jak: Grand Prix Formuły 1, turnieje tenisowe ATP Master, Ligę Światową i Mistrzostwa Świata w Piłce Siatkowej oraz Włoską Ligę Piłki Nożnej.

Spółka oferuje trzy różne pakiety startowe: Pakiet Mini, Mini Max oraz Pakiet Familijny. Abonenci najpopularniejszego Pakietu Familijnego mają dodatkowo możliwość nabycia pakietów tematycznych.

Pakiet Mini umożliwia dostęp do 19 polskich kanałów telewizyjnych oraz do wszystkich niekodowanych kanałów telewizyjnych i radiowych dostępnych drogą satelitarną na terenie Polski.

Pakiet Mini Max umożliwia dostęp do 23 polskich kanałów telewizyjnych (19 z Pakietu Mini oraz dodatkowo do Polsat Cafe, Polsat Sport, Polsat News oraz Polsat Play) oraz do wszystkich kanałów telewizyjnych i radiowych dostępnych drogą satelitarną na terenie Polski.

Pakiet Familijny umożliwia dostęp do wszystkich kanałów dostępnych w Pakiecie Mini oraz 28 dodatkowych kanałów tematycznych. W ramach Pakietu Familijnego abonenci mogą dodatkowo nabyć sześć pakietów tematycznych: Pakiet Film, Pakiet HBO, Pakiet Sport, Pakiet Cinemax, Pakiet Bajeczka, Pakiet Muzyka oraz dodatkowo kanał Blue Hustler. Pakiety tematyczne dostępne są w czterech pakietach promocyjnych: HBO, Relax Mix, Relax Mix + HBO, Super Film.

Pakiet HBO umożliwia dostęp do kanałów dostępnych w Pakiecie Familijnym oraz dodatkowo 3 kanałów filmowych Premium: HBO, HBO2 oraz HBO Comedy.

Pakiet Relax Mix umożliwia dostęp do kanałów dostępnych w Pakiecie Familijnym oraz dodatkowo do 16 kanałów zgrupowanych w czterech pakietach tematycznych (4 kanały sportowe, 7 kanałów filmowych, 2 kanały dla dzieci, 2 kanały muzyczne).

Pakiet Relax Mix + HBO umożliwia dostęp do kanałów Pakietu Relax Mix oraz 3 kanałów filmowych Premium: HBO, HBO2 oraz HBO Comedy.

Pakiet Super Film zawiera wszystkie kanały Pakietu Relax Mix + HBO oraz kanały Cinemax oraz Cinemax 2.

Większość dekoderek oferowana przez Cyfrowy Polsat dostarczana jest przez spółki EIC Spain S.L., Samsung Electronics Polska Sp. z o.o. oraz spółkę zależną Cyfrowy Polsat Technology Sp. z o.o. Oferowane są trzy typy dekoderek: standardowej rozdzielczości, dekodery DVR oraz dekodery HD. Na jesieni bieżącego roku do oferty ma wejść dekoder HD z twardym dyskiem. Oferowane są również moduły dostępu warunkowego (CAM), które współpracują z ogólnie dostępnymi dekoderni z złączem CI (Common Interface).

MVNO

W dniu 8 września 2008 roku Polsat Cyfrowy rozpoczął świadczenie usług telekomunikacyjnych jako operator wirtualnej sieci telefonii komórkowej. Cyfrowy Polsat opiera działanie MVNO na modelu pełnego operatora, co oznacza posiadanie własnej infrastruktury telekomunikacyjnej (poza siecią radiową). Spółka posiada umowy o współpracy międzyoperatorskiej ze wszystkimi operatorami sieci komórkowych w Polsce i największymi operatorami sieci stacjonarnych. Z pozostałymi operatorami spółka posiada umowy na transfer i tranzyt ruchu zawarte z TP S.A. Ponadto Cyfrowy Polsat może świadczyć usługi połączeń międzynarodowych dzięki umowom z TP S.A., PTC oraz TATA Communications. W zakresie roamingu międzynarodowego partnerem

spółki jest hiszpański operator Telefonica oraz broker międzynarodowy MACH. Jednocześnie spółka podpisuje bezpośrednie umowy roamingowe z operatorami telefonii ruchowej. Spółka zintegrowała również system billingowy oraz system obsługi klienta (odrębne od systemów wykorzystywanych w ramach świadczonych usług DTH). Wszystkie te działania pozwoliły na wprowadzenie własnego cennika oraz oferowanie własnych taryf, zarówno w ofercie pre-paid jak i abonamentowej.

Z uwagi na posiadanie własnej infrastruktury telekomunikacyjnej telefonia komórkowa Cyfrowego Polsatu ma podobne przywileje jak P4 - operator sieci Play. Obie sieci uzyskały preferencyjne stawki MTR (za zakańczanie połączeń głosowych w sieciach mobilnych), które powinny obniżyć się i zrównać się ze stawkami największych operatorów dopiero w 2014r. Asymetria ta zdaniem UKE ma pozwolić na zwiększenie konkurencji poprzez pomoc w rozwoju nowym operatorom, którzy początkowo ponoszą wysokie koszty inwestycji.

Polsat Cyfrowy planuje w b.r. odnowienie oferty MVNO i mocniejsze wsparcie marketingowe, skierowane głównie do gospodarstw domowych z bazy abonentów własnej platformy satelitarnej.

Dystrybucja i obsługa klienta

Sprzedaż produktów spółki prowadzona jest pięcioma kanałami dystrybucji.

Sieć sprzedaży produktów i usług cyfrowej telewizji satelitarnej

Sprzedaż usług odbywa się za pomocą sieci sprzedaży obejmującej zasięgiem całą Polskę. Składa się ona z magazynu centralnego, 27 dystrybutorów regionalnych oraz sieci 1296 autoryzowanych punktów sprzedaży. W punktach tych klienci mają możliwość podpisania umowy na świadczone usługi, zakupu dekodera oraz zamówienia profesjonalnej usługi montażu instalacji antenowej. Ponadto punkty udzielają porad technicznych i pośredniczą w obsłudze serwisowej dekoderek i telefonów oraz wydają urządzenia zastępcze na czas realizowania naprawy. Magazyn centralny wraz z systemem logistycznym umożliwia przygotowanie do wydania 15 tys. reaktywowanych dekoderek w ciągu doby i składowanie 300 tys. zestawów.

Telefoniczne centrum sprzedaży (call center)

Za pomocą infolinii sprzedażowej potencjalni klienci mają możliwość zaciągnięcia informacji na temat usług, mogą bezpośrednio złożyć zamówienie oraz uzyskać adres najbliższego punktu sprzedaży.

Internet

Strona internetowa Platformy Cyfrowej (www.cyfrowypolsat.pl) prezentuje szczegółową ofertę spółki, daje możliwość zamówienia zestawu odbiorczego wraz z pakietami oraz pozwala na odszukanie adresu najbliższego punktu sprzedaży.

Sprzedaż bezpośrednia

Spółka współpracuje z dwoma podmiotami, które zajmują się dystrybucją produktów i usług Polsatu Cyfrowego na zasadzie sprzedaży bezpośredniej.

Przenośne stoiska sprzedaży

Spółka prowadzi również sprzedaż poprzez przenośne stoiska sprzedaży w centrach handlowych oraz podczas imprez masowych. Z uwagi na rosnące wyniki sprzedaży tym kanałem planowany jest jego rozwój.

Usługi telefonii przedpłaconej dostępne są w ponad 20 tys. punktach sprzedaży na terenie kraju. Doładowania elektroniczne dostępne są w ponad 60 tys. punktów detalicznych. Oferta usług abonamentowych dostępna jest w 613 Autoryzowanych Punktach Sprzedaży Cyfrowego Polsatu.

Obsługa tak licznego grona klientów wymaga istotnych rozwiązań. Telefoniczne centrum obsługi liczy aż 333 stanowiska telefoniczne oraz 70 stanowisk back Office do obsługi pisemnych zgłoszeń. Centrum obsługuje klientów 24 godziny na dobę, 7 dni w tygodniu. Internetowe centrum obsługi klienta zapewnia za pomocą Internetu bezpłatny dostęp do zasobów back Office oraz pomocy technicznej w trybie online.

Otoczenie rynkowe

Rynek płatnej telewizji

Telewizja cyfrowa w dalszym ciągu globalnie utrzymuje szybkie tempo wzrostu. Według prognoz Informa Telecoms & Media, do 2013 roku połowa domów na świecie z telewizorami dostąpi cyfryzacji (636 mln domostw). Pomiędzy końcem 2008 roku a końcem 2013 roku sygnał cyfrowy będzie odbierać kolejne 293 mln domostw.

W Polsce znajduje się ponad 14 mln gospodarstw domowych. Według danych AGB 99% z nich posiada odbiornik telewizyjny, a 36% posiada przynajmniej dwa odbiorniki telewizyjne. Według danych Informa Telecoms & Media oraz danych GUS w 2008r. usługi płatnej telewizji w Polsce były świadczone dla 9.3 mln z 14 mln gospodarstw domowych, co implikuje współczynnik nasycenia na poziomie 66%. Ze względu na stosunkowo niskie nasycenie usług płatnej telewizji w Polsce w porównaniu do krajów Europy Zachodniej (średnia dla pięciu najbardziej rozwiniętych rynków płatnej telewizji za 2007 r. to ponad 90%) rynek cechuje się dużym potencjałem wzrostu.

Współczynnik nasycenia płatnej telewizji w latach 2004-2007

	2 004	2 005	2 006	2007
Belgia	93	93	93	96
Czechy	22	23	24	30
Dania	75	76	76	76
Francja	14	14	14	14
Grecja	6	7	7	8
Holandia	96	97	98	99
Hiszpania	18	22	23	24
Izrael	80	78	77	76
Niemcy	58	58	58	57
Norwegia	73	79	84	89
Polska	38	41	48	57
Rosja	20	21	25	33
Rumunia	40	49	56	56
Szwajcaria	91	92	92	93
Węgry	53	54	56	58
Wielka Brytania	42	44	45	46
Włochy	14	16	18	20

Źródło: "Eastern European TV" - Informa Telecoms & Media (12 ed.); "Western European TV" - Informa Telecoms & Media (12 ed.), PIKE, GUS, KRR

Współczynnik nasycenia płatnej cyfrowej telewizji satelitarnej wśród gospodarstw domowych posiadających odbiornik telewizyjny wyniósł w Polsce 33%, współczynnik nasycenia telewizji kablowej 33%, natomiast współczynnik nasycenia IPTV był bliski 0%.

Na potencjał całego rynku płatnej telewizji istotny wpływ ma średni dzienny czas spędzony na oglądaniu telewizji. Według danych firmy badawczej AGB Nielsen Media Research statystyczny Polak oglądał w 2008 r. telewizję przez 3 godz. 52 min W 2007 r. były to 4 godz. i 1 min. Natomiast według danych TNS OBOP w I półroczu 2009r. Polacy poświęcili na oglądanie telewizji średnio 3 godziny 42 minuty dziennie. W analogicznym okresie 2008 roku zasiadali przed ekranami swoich telewizorów średnio 3 godziny 29 minut. Cały czas stanowi to jednak jedną z najwyższych wartości wśród krajów europejskich. Według danych WARC (World Advertising Research Center) za 2007r. byliśmy pod tym względem na drugim miejscu po Serbii, a widzowie głównych krajów Europy Zachodniej - Niemiec, Francji czy Wielkiej Brytanii oglądali telewizję dziennie średnio o ponad pół godziny krócej.

Abonenci płatnej telewizji w Polsce w latach 2004-2007

	2005	2006	2007	2008
Gospodarstwa z DTH	1.450	2.240	3.440	4.61
Gospodarstwa z CATV	4.380	4.500	4.600	4.7
Gospodarstwa z IPTV	-	4	43	69
Płatna TV razem	5.850	6.740	8.04	9.37

Źródło: Cyfrowy Polsat S.A.; obliczenia własne na podstawie PIKE, GUS, KRRiR

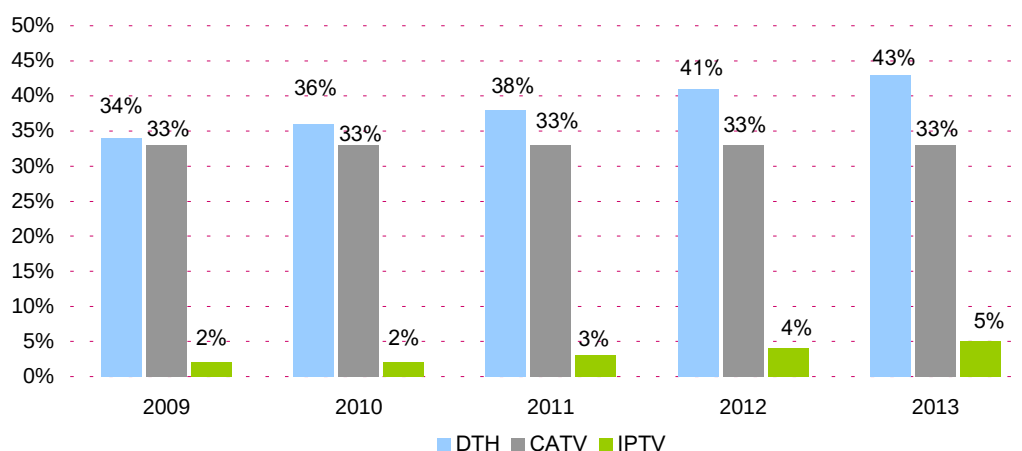
Pomimo zacofania naszego kraju pod względem nasycenia telewizją cyfrową, w Europie Polska jest na drugim miejscu pod względem ilości kanałów w wysokiej rozdzielczości z 16 kanałami HD, zaraz po Wielkiej Brytanii, która posiada 27 kanałów w tym formacie. Dzięki platformie "n" Polska znajduje się także w ścisłej czołówce pod względem liczby dekodery przystosowanych do odbioru HD. Działalność platformy cyfrowej "n" zawyża statystyki, ponieważ wszystkie oferowane przez nią dekodery są przystosowane do HD.

Według ekspertów prawdziwa rewolucja, jeżeli chodzi o obraz wysokiej rozdzielczości, dopiero nas czeka, ponieważ nadawcy nie posiadają obecnie na tyle obszernego archiwum materiałów w HD, aby prowadzić całodobowe własne kanały. Według instytutu badawczego Northern Sky Research w 2012 roku w Europie będzie 900 kanałów HD. Jednak konkurencyjne zestawienie Euroconsult zakłada dużo skromniejsze prognozy - w 2012 roku w Europie będzie ich tylko 200.

Wzrost znaczenia kanałów HD z pewnością będzie sprzyjał rozwojowi platform cyfrowych w Polsce, choć ostatnio oferta telewizji kablowych zdecydowanie się poszerzyła.

Przyrost abonentów płatnej cyfrowej telewizji satelitarnej w Polsce był w ostatnich latach bardzo dynamiczny. Dużo niższy wzrost liczby abonentów telewizji kablowej spowodowany jest wysokim nasyceniem jej usług w obszarach miejskich oraz koniecznością ponoszenia wysokich nakładów na budowę infrastruktury kablowej na innych obszarach. W związku z tym naturalnym rynkiem docelowym płatnej cyfrowej telewizji satelitarnej są miasta do 50 tys. mieszkańców, obszary podmiejskie oraz wiejskie, gdzie istnieje ograniczona możliwość rozwoju infrastruktury telewizji kablowych, a zamieszkująca je ludność ma do dyspozycji jedynie nieliczne polskie kanały rozprowadzane drogą naziemną. Ponadto na dynamiczny wzrost abonentów płatnej cyfrowej telewizji satelitarnej wpływa fakt, że oferta programowa telewizji satelitarnych cały czas jest bogatsza od oferty telewizji kablowych, która w technologii analogowej jest ograniczona do około 60 kanałów.

Prognozy rozwoju rynku płatnej telewizji w Polsce (penetracja w %)



Źródło: "Eastern European TV"- Informa Telecoms & Media (12 edycja), Cyfrowy Polsat S.A.

Platformy satelitarne

Rynek telewizji satelitarnej jest podzielony pomiędzy trzech głównych operatorów: Cyfrowy Polsat S.A., Canal+ Cyfrowy Sp. z o.o., operatora platformy Cyfra+ ITI Neovision Sp. z o.o., operatora platformy "n".

Platforma Cyfra+ jest najdłużej działającą platformą płatnej cyfrowej telewizji satelitarnej na polskim rynku. Rozpoczęła działalność w 1998r. Na koniec 2008r. posiadała około 1.38 mln abonentów, będąc drugim co do wielkości pod tym względem operatorem płatnej cyfrowej telewizji satelitarnej na polskim rynku.

Platforma oferuje 72 polskie kanały oraz dostęp do darmowych kanałów FTA poprzez satelitę HotBird. Cyfra+ posiada 2 kanały sportowe na wyłączność (Canal+ Sport, Canal+ Sport2). Posiada ponadto główne kanały TVN, ale nie posiada żadnych kanałów Polsatu. Cyfra+ oferuje HDTV od IV kw. 2006r. Ponadto od 2006r. oferuje IPTV we współpracy z TP S.A., a od 2008r. również DVR.

Z uwagi na koncentrację na kliencie bardziej zamożnym i wymagającym nie jest ona bezpośrednim konkurentem dla Cyfrowego Polsatu, choć należy podkreślić, iż po wprowadzeniu tanich pakietów w IV kw. 2008r., konkurencja między tymi platformami zdecydowanie się nasiliła.

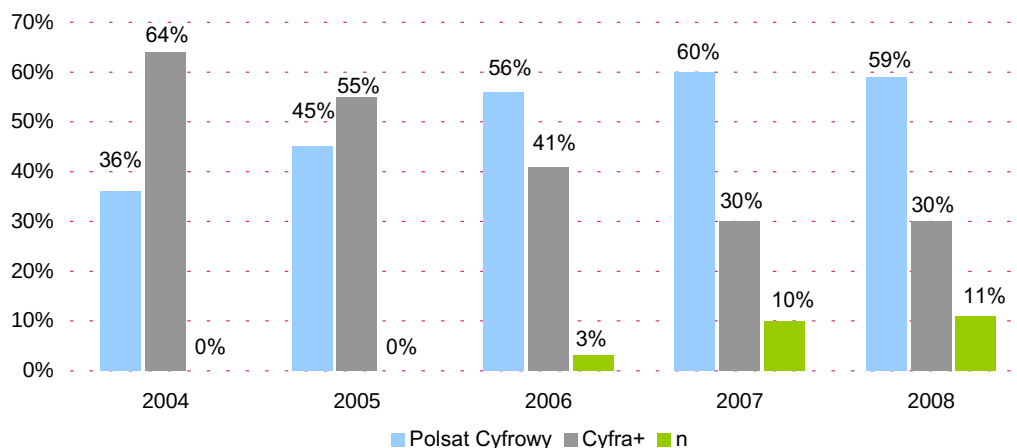
Platforma Cyfra+ straciła monopol na treści premium, które były do tej pory jej wizytówkami. Chodzi tu między innymi o kanały HBO, które przez wiele lat nie mogły się pojawić w Cyfrowym Polsacie i "n" oraz wyłączność na prawa do ligi polskiej (kilka najbardziej widowiskowych i znaczących spotkań ekstraklasy w sezonie może teraz pokazywać TVP). Ponadto we wrześniu ub.r. platforma "n" ogłosiła, że kupiła licencje na emisję filmów z wytwórni Paramount Pictures i Dreamworks, które dotąd były atutem Canal+. Platforma ta jeszcze tylko przez kilka lat będzie dysponowała premierami filmów z tych wytwórni.

Platforma "n" rozpoczęła działalność w październiku 2006 r. i jest najkrócej działającą platformą na polskim rynku. Właścicielem platformy jest ITI Neovision Sp. z o.o. oraz TVN S.A. Na koniec marca 2008r. "n" posiadała około 552 tys. abonentów, będąc trzecim, pod względem liczby abonentów, operatorem płatnej cyfrowej telewizji satelitarnej na polskim rynku. Ponadto na koniec marca posiadała ok. 200 tys. abonentów na kartę.

Platforma "n" oferuje 77 polskich kanałów oraz dostęp do bezpłatnych kanałów cyfrowych poprzez satelitę HotBird. Platforma posiada 1 kanał sportowy na wyłączność (TVN Sport) oraz 20 kanałów filmowych włączając HBO. "n" uruchomiła HDTV w IV kw. 2006r. Od września 2007r. oferuje również VoD, a od grudnia 2006r. DVR.

Grono abonentów platform będzie się powiększać też wraz z rozrastaniem się satelitarnej oferty TP S.A. (przy współpracy z Cyfra+), która ruszyła w październiku 2008r. i już ma 112 tys. abonentów (na koniec I kw. 2009r.). Oferta programowa platformy cyfrowej Orange TV to w przeważającej części kanały niekodowane.

Udział operatorów w rynku DTH w latach 2004-2008



Źródło: Cyfrowy Polsat S.A., ITI Neovision Sp. z o.o.,

Telewizja kablowa

Rynek telewizji kablowej w Polsce jest bardzo rozdrobniony i obejmował według KRRiT na koniec 2008 r. ponad 500 operatorów, z których największy to UPC Telewizja Kablowa Sp. z o.o., Telewizja Kablowa Vectra S.A., Multimedia Polska S.A. oraz Aster City Cable Sp. z o.o.

Najwięksi operatorzy kablowi w Polsce

Operator	Ilość abonentów			% rynku
	Ogółem	Analogowe	Cyfrowe	
UPC Polska	1019	896	123	22.64
Vectra	734	734	200	16.31
Multimedia Polska	666	632	87	14.8
ASTER	380	380	70	8.44
TOYA	160	160	23	3.56
INEA	132	121	52	2.93
Stream Communications	129	96	1	2.86
Petrus	45	32	4	1
Promax	32	32	5	0.72
Sat Film	25	23	2	0.56

Źródło: PIKE, dane za 31 marca 2009r.

Cyfrowa telewizja coraz bardziej wychodzi z marginesu sieci kablowych. Już wszystkie największe sieci kablowe mają w ofercie telewizję cyfrową, ale ostatnio usługę oferują też coraz częściej mniejsze sieci. Osobno daleko tym operatorom do platform cyfrowych, ale razem stanowią pokaźną siłę. Łączną liczbę abonentów cyfrowych sieci kablowych można szacować na ponad 0.5 mln. Cyfrowy kabel przestaje oznaczać tylko kanały telewizyjne. Coraz więcej operatorów decyduje się na usługi VoD, PVR i HDTV. Z tego też względu należy podkreślić, iż konkurencja ze strony sieci kablowych dla platform satelitarnych zdecydowanie zwiększa się.

IPTV

Coraz większą rzeszę odbiorców na całym świecie zdobywa telewizja cyfrowa przez protokół internetowy (IPTV). Pod koniec 2008r. w Europie Zachodniej było blisko 10.4 mln abonentów, co oznacza wzrost o 47.4% r/r i jest to region o największej liczbie użytkowników usług telewizyjnych IPTV (wg badań przeprowadzonych przez Point Topic na zlecenie Broadband Forum). Na całym świecie liczba użytkowników usług IPTV wynosi ponad 21.7 mln, co oznacza wzrost o 63% r/r.

Dotychczas rozwój telewizji cyfrowej poprzez protokół internetowy przebiegał w Polsce w bardzo wolnym tempie. TPSA rozpoczęła oferowanie IPTV klientom w Warszawie posiadającym DSL w 2006r. Spółka ta będzie chciała rozwijać tą ofertę głównie na obszarach mocno zurbanizowanych, więc nie będzie ona stanowiła tak znaczącego zagrożenia dla satelitarnych platform cyfrowych jak dla telewizji kablowej. Na dzień 31 grudnia 2008r. z usługi tej w TPSA korzystało 69 tys. abonentów. W bieżącym roku również Netia ogłosiła, że planuje wprowadzenie usług IPTV wspólnie z platformą "n". W swojej ofercie IPTV posiada również Multimedia (od 2006r., 5.6 tys. abonentów na koniec I kw. 2009r.), Telefonía Dialog (na koniec 2008r. ok. 3.6 tys. abonentów) oraz Inotel (usługa dostępna od 2008r.)

W porównaniu z telewizją kablową, IPTV jest wciąż młodym kanałem dystrybucji telewizji w Polsce. Jednak potencjał wzrostu jest znaczący, szczególnie, jeśli weźmie się pod uwagę rosnącą penetrację gospodarstw domowych przez usługi szerokopasmowe. W perspektywie kilku lat IPTV nie będzie stanowił zagrożenia dla platform cyfrowych, a raczej stanie się jedną z oferowanych przez nie usług.

Naziemna telewizja cyfrowa

Prace nad wprowadzeniem cyfrowej telewizji naziemnej (DVB-T) nieustannie się przedłużają. Jeszcze w tym roku ma wejść w życie rządowa strategia cyfryzacji telewizji (przygotowana przez Międzyresortowy Zespół ds. Telewizji i Radiofonii Cyfrowej), która zakłada, że telewizja cyfrowa będzie nadawana w formacie MPEG-4 i całkowicie ma zastąpić analogową w sierpniu 2013r. Emisja naziemnego sygnału cyfrowego na terenie całego kraju rozpocznie się najpóźniej w sierpniu 2011r., a potem będzie dwuletni okres przejściowy równoległego nadawania analogowego i cyfrowego.

We wrześniu obecnego roku naziemna telewizja cyfrowa ruszy już w kilku miastach. Docelowo na potrzeby DVB-T będzie udostępnionych pięć tzw. multipleksów (zakresy częstotliwości dla kanałów cyfrowych). Na pierwszym z nich, który ruszy właśnie we wrześniu wystartuje siedem kanałów (TVP1, TVP2, TVP3, TV Puls, TVN, Polsat i TV4). W sierpniu ruszy konkurs na operatora drugiego multipleksu. Strategia cyfryzacji będzie promować rozwój kanałów wysokiej rozdzielczości, których na jednym multipleksie zmieści się jednak zaledwie 3-4, przez co oferta cyfrowej telewizji naziemnej nie będzie zbyt szeroka. Strategia zakłada, że koszt cyfryzacji (zakup sprzętu przez Polaków) wyniesie ok. 1.25 mld PLN, jednak najbiedniejszym dekodery sfinansuje państwo (szacowany koszt 337-475 mln PLN).

Plany cyfryzacji zakładają również wprowadzenie obowiązku udostępniania za darmo siedmiu nadawanych dziś naziemnie kanałów sieciom kablowym, platformom satelitarnym oraz firmom telekomunikacyjnym. Jeżeli pomysł ten zostałby przeformułowany, Cyfrowy Polsat straciłby jeden z jego głównych atutów - brak głównego kanału Polsatu w konkurencyjnych platformach satelitarnych.

Strategia cyfryzacji wyznacza Telewizji Polskiej zadanie uruchomienia własnej cyfrowej platformy satelitarnej, gdyż nadajniki naziemnej telewizji cyfrowej nie obejmą wszystkich terenów w Polsce. Platforma ta pozwoli także TVP na rozszerzenie swojej oferty programowej o kanały tematyczne i specjalistyczne.

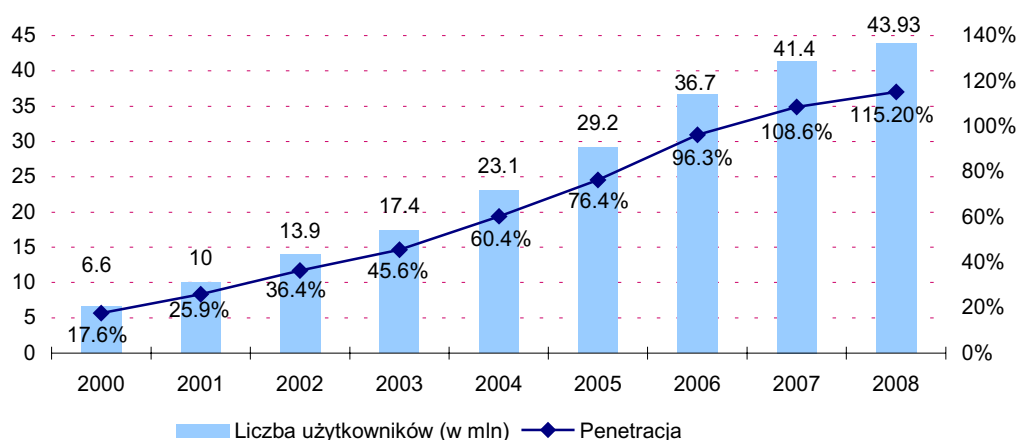
Głównym ryzykiem cyfrowej telewizji naziemnej jest zniesienie ograniczeń odnośnie przyznawania częstotliwości na nadawanie i tym samym wzrost liczby kanałów naziemnych. Obecnie w Polsce jest siedem analogowych kanałów naziemnych, z których cztery dostępne są dla więcej niż 90% gospodarstw domowych. Na obecnym etapie DVB-T nie stanowi zagrożenia dla platform cyfrowych, jednak kluczowe dla rynku okażą się wprowadzone nowe regulacje, które naszym zdaniem mogą zmienić obraz rynku dopiero od 2013r. Naszym zdaniem realne zagrożenie wystąpi głównie dla sieci kablowych i w mniejszym stopniu dla tanich pakietów oferowanych przez platformy cyfrowe.

MVNO

Polski rynek usług telefonii komórkowej jest rozwinięty w mniejszym stopniu w porównaniu do większości krajów Unii Europejskiej.

Według danych UKE nominalna liczba użytkowników telefonii komórkowej na koniec 2008 roku wynosiła 43.9 mln i wzrosła w stosunku do roku 2007 o ponad 6%. Oznacza to, że na 100 mieszkańców Polski przypadało 115.2 użytkowników telefonii komórkowej w rozumieniu liczby nominalnej kart SIM.

Nominalna liczba użytkowników oraz penetracja rynku



Źródło: "Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w 2008 roku" - Urząd Komunikacji Elektronicznej

Wartość rynku telefonii komórkowej mierzona wielkością przychodów osiągniętych przez operatorów rośnie wraz ze wzrostem liczby użytkowników. W 2007 r. wartość tego rynku wyniosła 23.122 mln PLN po wzroście o 6% r/r.

Na koniec 2008r. na rynku telefonii komórkowej działało 15 operatorów, w tym 4 operatorów działających w oparciu o własną sieć radiową:

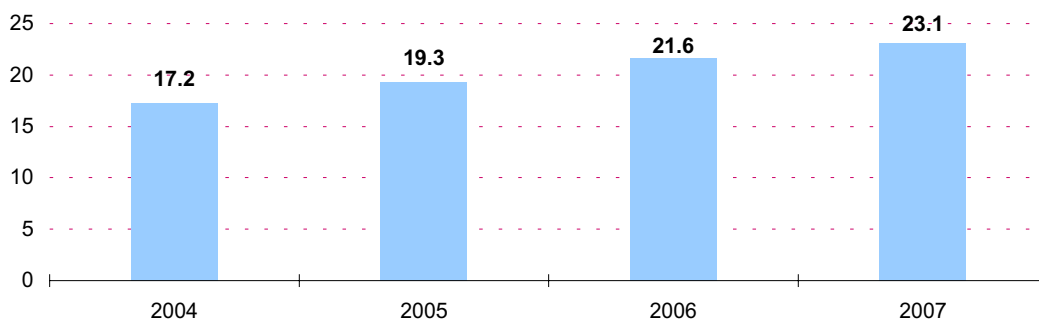
- ☐ Polkomtel S.A. - Orange
- ☐ Polska Telefoni Cyfrowa Sp. z o.o. - Plus, Simplus, Sami Swoi, 36.6
- ☐ PTK Centertel Sp. z o.o. - Era, Tak Tak, Heyah
- ☐ w ograniczonym zakresie P4 Sp. z o.o. - Play

oraz 11 operatorów MVNO:

- ☐ emFinance Sp. z o.o. - mBank mobile
- ☐ Avon Mobile Sp. z o.o. - myAVON
- ☐ MNI S.A. - Symfonia, Ezo
- ☐ Wirtualna Polska S.A. - WPmobi
- ☐ Mobile Entertainment Company Sp. z o.o. - Mobilking
- ☐ CP Telecom Sp. z o.o. - Carrefour Mova
- ☐ MediaTel S.A.
- ☐ Cyfrowy Polsat S.A.
- ☐ Aster Sp. z o.o.
- ☐ Crowley Data Poland Sp. zo.o. - CROWLEY TeleMobile
- ☐ Netia S.A.

Trzej najbardziej doświadczeni operatorzy w dalszym ciągu zdecydowanie przewodzą zarówno wg kryterium liczby użytkowników jak również przychodów z telefonii ruchomej, w obu przypadkach utrzymując ponad 30%-owy udział w rynku.

Wartość rynku telefonii komórkowej (w mld PLN)



Źródło: "Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w roku 2007"- Urząd Komunikacji Elektronicznej

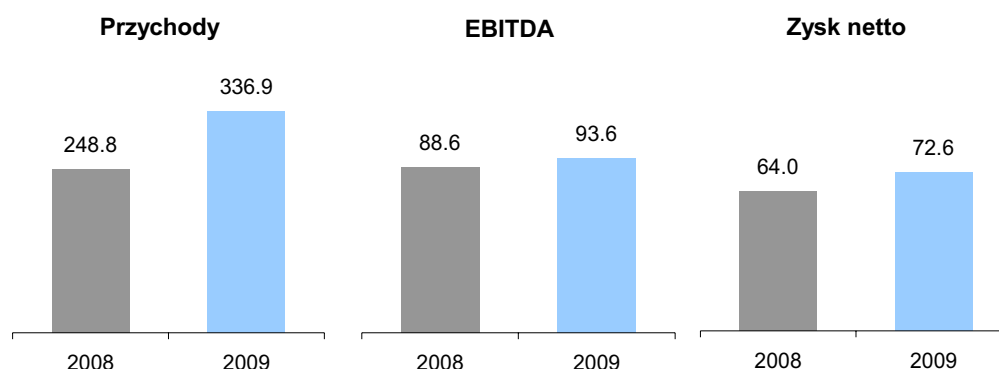
Plany wejścia na rynek MVNO wg UKE deklarowało pod koniec 2008r. ponad dwieście podmiotów. Większość operatorów wirtualnych świadczy podstawowe usługi telekomunikacyjne w systemie przedpłaconym, a tylko kilku wprowadziło ofertę abonamentową. Konkurencja na tym rynku jest więc duża, a wydaje się, że będzie znacznie większa. Bez istotnych działań marketingowych i znaczącej potencjalnej grupy odbiorców (np. istniejąca baza klientów innych usług lub grupa powiązana w inny sposób - np. słuchacze Radia Maryja w przypadku sieci wRodzinie) o sukcesie na większą skalę nie może być mowy.

Rynek MVNO w Polsce rozwija się bardzo powoli. Choć jeszcze 2 lata temu wejście w ten rynek deklarowało nawet kilkaset podmiotów, obecnie funkcjonuje zaledwie kilkanaście. W innych krajach europejskich wpływ MVNO jest zróżnicowany. Przykładowo w Danii stanowi aż 25% wszystkich użytkowników komórek, podczas gdy we Francji zaledwie 4%. Choć wzrost udziału MVNO w rynku telefonii ruchomej jest praktycznie przesądzony, jego dynamika będzie zdecydowanie niższa niż pierwotnie oczekiwano (UKE szacowało udział MVNO w rynku w 2010r. na 10-15%). Na koniec 2008r. ilość sprzedanych kart SIM dla MVNO szacuje się na ok. 300-400 tys., jednak wg GUS aktywnych było tylko 150 tys.

Wyniki I kwartału

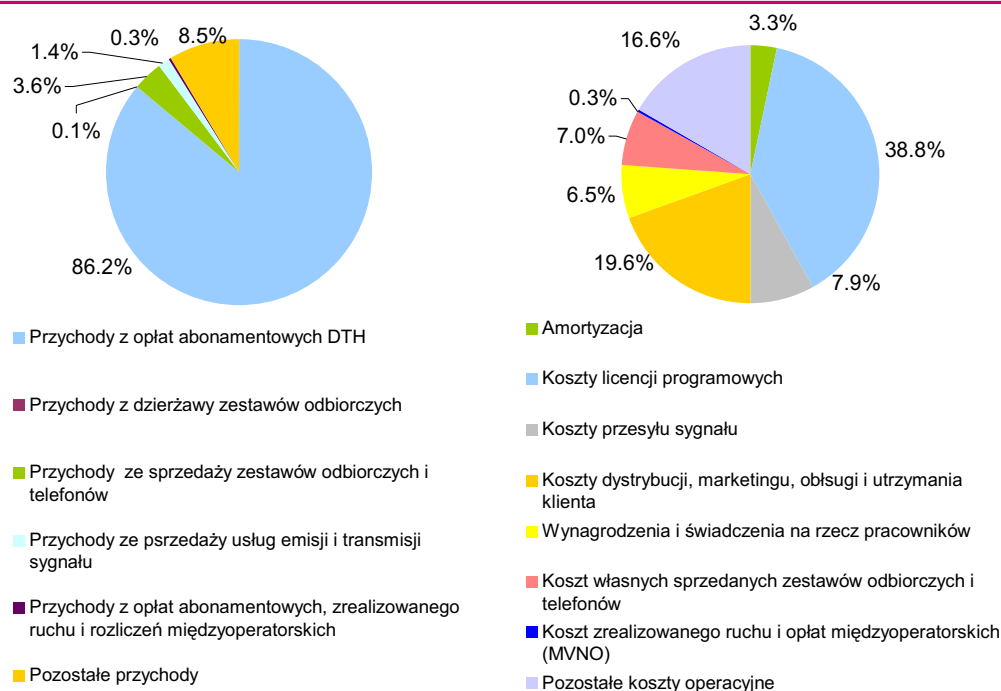
Cyfrowy Polsat, pomimo dużej konkurencji na rynku platform satelitarnych, pokazał dobre wyniki za I kwartał. Przychody ze sprzedaży wzrosły o 35.4% do 336.9 mln PLN. Największy udział we wzroście przychodów miał wzrost liczby abonentów o 28.1% r/r do 2802 tys. oraz wzrost średniego ARPU o 3.1% do 34.9 PLN. Ponadto o 356% zwiększyły się pozostałe przychody operacyjne (odszkodowanie od NagraVision, zmiana stanu produktów, wynajem nieruchomości pod call center). Koszty operacyjne wzrosły o 52.2%, do 251.6 mln PLN, co w głównej mierze wynikało ze wzrostu kosztów licencji programowych (o 92.6% r/r do 97.6 mln PLN), kosztów wynagrodzeń o 58% do 16.4 mln PLN oraz pozostałych kosztów operacyjnych o blisko 200% (koszty związane z MVNO, koszty produkcji dekodów). Z uwagi na powyższe czynniki EBITDA wzrósł tylko o 5.6% do 93.6 mln PLN. Dzięki istotnym przychodom finansowym (zysk z hedgingu) zysk netto wzrósł o 13.5% do 72.6 mln PLN. Segment MVNO przyniósł w I kw. 11.3 mln PLN straty operacyjnej w porównaniu do 3.3 mln PLN straty przed rokiem.

Wyniki finansowe za I kwartał (w mln PLN)



Źródło: Cyfrowy Polsat S.A.

Struktura sprzedaży i kosztów w I kw.



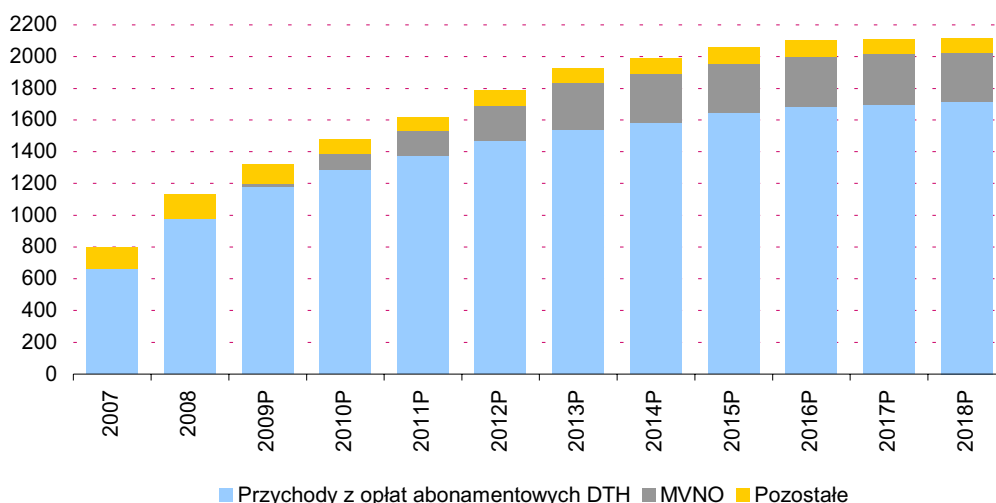
Źródło: Cyfrowy Polsat S.A.

Prognoza wyników

Na 2009 rok platforma Cyfrowy Polsat zaplanowała rozwój swojej oferty programowej, a także usług telefonii komórkowej. W pierwszym przypadku chodzi głównie o dołączenie nowych kanałów w wysokiej rozdzielczości (HDTV). Zwiększenie ilości oferowanych stacji ma przyciągnąć nowych klientów i doprowadzić do zwiększenia lojalności wśród obecnych abonentów. Mówi się o uruchomieniu nowych kanałów między innymi przez Polsat. Możliwe, że w końcu ruszy Polsat HD, a Cyfrowy Polsat dołączy obiecany kanał BBC HD. Cyfrowy Polsat myśli również nad ulepszeniem swojej oferty telefonii komórkowej i rozpoczęciem świadczenia usługi dostępu do szerokopasmowego Internetu w IV kw. we współpracy ze spółką telekomunikacyjną Sferia.

Szacujemy, że przychody ze sprzedaży wzrosną w 2009r. o 15.1% r/r do 1307 mln PLN. W kolejnych latach dodatnia dynamika przychodów będzie wspierana głównie przez wzrost bazy abonentów DTH i MVNO oraz wzrost wartości ARPU. Z drugiej strony negatywnie na przychody będą wpływać spadające dochody ze sprzedaży dekodów.

Prognozowana wielkość przychodów (w mln PLN)



Źródło: Millennium DM

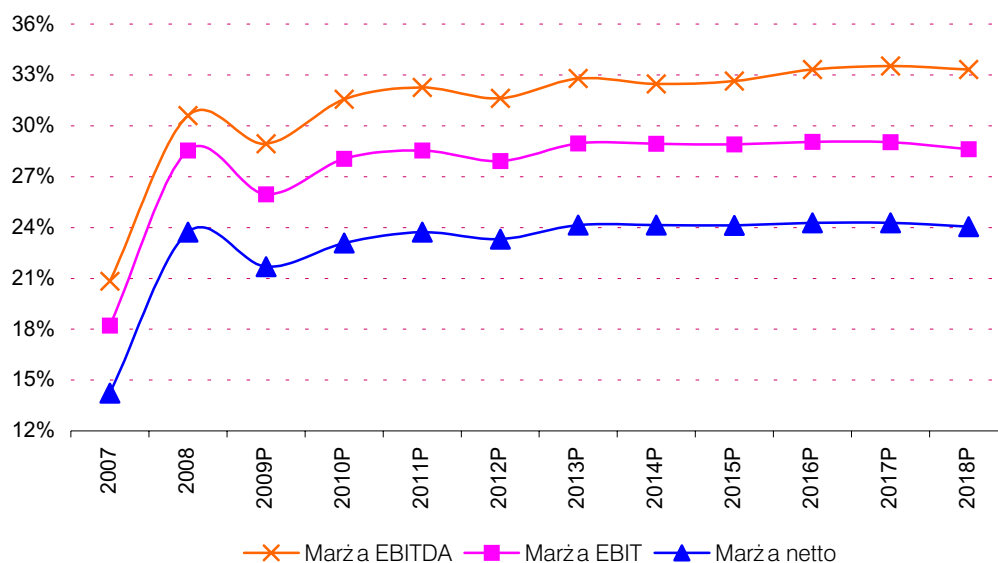
Szacunki i założenia na lata 2009-2012

	2009	2010	2011	2012
Przychody	1317	1477	1615	1787
Abonament DTH	1180	1289	1372	1465
MVNO	16	95	160	226
Inne	120	93	82	96
Liczba abonentów *	3011	3163	3218	3265
Familijny	2383	2416	2422	2441
Mini	628	747	796	824
ARPU	34.7	35.0	35.9	37.7
Familijny	40.3	42.0	44.1	46.9
Mini	9.1	10.0	10.1	10.2
Churn	9.4%	10.2%	10.9%	11.8%
Familijny	11.0%	12.0%	12.5%	13.0%
Mini	2.0%	4.0%	6.0%	8.0%

Źródło: Millennium DM; * na koniec roku

W naszej wycenie uwzględniamy spadek marż w obecnym roku oraz ich wzrost w kolejnych latach. Mocniejsza poprawa rentowności EBITDA wynika ze wzrostu amortyzacji, będącego pochodną istotnego zwiększenia znaczenia udostępniania dekodowników w porównaniu do ich sprzedaży. Poprawa rentowności w kolejnych latach to w dużej mierze wynik lepszych rezultatów MVNO oraz względnego spadku kosztów dystrybucji, marketingu i obsługi klienta. Szybciej niż przychody będą natomiast rosły koszty licencji programowych z uwagi na bardzo silną konkurencję i walkę o niski churn. W 2012r. według naszych szacunków nastąpi spadek rentowności w wyniku wykorzystania nowego transpondera. Z uwagi na powyższe czynniki oczekujemy wzrostu marży operacyjnej do poziomu 28.5% w roku 2011 z 26.0% w roku bieżącym oraz jej spadku w 2012r. do 27.9%.

Prognozowana wysokość marż



Źródło: Millennium DM

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
przychody netto	796.7	1 136.3	1 316.6	1 477.4	1 614.9	1 786.6
opłaty abonamentowe (DTH)	662.5	977.7	1 180.1	1 289.4	1 372.1	1 464.5
dzierżawa zestawów odbiorczych	6.0	6.8	2.1	0.4	0.0	0.0
sprzedaż zestawów odbiorczych i tel.	107.2	100.2	35.4	24.6	14.1	25.5
sprzedaż usług emisji i transmisji danych	11.6	16.4	17.6	18.6	19.6	20.4
główne przychody MVNO*	0.0	1.0	16.2	94.9	160.5	226.2
pozostałe przychody operacyjne	9.4	35.1	81.4	144.3	209.2	276.2
koszty operacyjne	651.6	812.0	974.7	1063.1	1154.0	1287.6
amortyzacja	20.8	23.5	39.3	52.1	60.1	66.1
licencje programowe	152.0	221.4	377.7	411.6	459.5	497.5
przesył sygnału	48.4	59.0	84.9	90.8	92.7	106.8
dystribucja, marketing, obsługa klienta	125.9	202.5	237.6	228.8	216.1	214.4
wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	41.7	64.6	75.7	84.5	90.7	97.2
sprzedaż zestawów odbiorczych i tel.	209.0	132.1	45.3	26.9	14.9	30.6
główne koszty MVNO**	0.0	2.1	9.4	56.8	104.8	153.8
pozostałe koszty operacyjne	53.7	108.8	114.2	168.4	220.0	275.0
EBITDA	165.9	347.8	381.1	466.5	521.0	565.1
EBIT	145.1	324.3	341.8	414.4	460.9	499.0
saldo finansowe	-5.0	9.4	10.9	6.9	12.4	15.2
zysk przed opodatkowaniem	140.1	333.7	352.8	421.3	473.3	514.2
podatek dochodowy	26.8	63.9	67.0	80.1	89.9	97.7
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	113.4	269.8	285.7	341.3	383.4	416.5
EPS	0.4	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6

Bilans (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
aktywa trwałe	163.4	201.1	254.2	277.2	271.3	279.4
wartości niematerialne i prawne	11.5	11.9	12.7	14.1	13.7	14.2
rzeczowe aktywa trwałe	97.9	146.8	198.9	220.6	214.9	222.4
inwestycje długoterminowe	49.9	41.3	41.3	41.3	41.3	41.3
aktywa obrotowe	431.8	556.0	597.6	732.6	827.1	866.6
zapasy	130.0	95.0	105.3	118.2	129.2	142.9
należności	79.1	119.5	138.2	153.7	166.3	182.2
inwestycje krótkoterminowe	219.7	332.1	344.2	450.4	520.6	530.0
rozliczenia międzyokresowe	3.0	9.4	9.9	10.4	10.9	11.4
aktywa razem	595.2	757.1	851.8	1 009.8	1 098.4	1 146.0
kapitał własny	61.1	293.3	377.8	530.5	640.9	674.0
zobowiązania	534.1	463.8	474.0	479.3	457.5	472.0
zobowiązania długoterminowe	134.9	45.8	18.3	16.5	0.0	0.0
zobowiązania krótkoterminowe	317.7	287.2	318.3	319.8	316.5	332.8
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	81.5	119.3	125.2	130.2	127.6	125.1
pasywa razem	595.2	757.1	851.8	1 009.8	1 098.4	1 146.0
BVPS	0.2	1.1	1.4	2.0	2.4	2.5

Źródło: Prognozy Millennium DM; *przychody z opłat abonamentowych, zrealizowanego ruchu i rozliczeń międzyoperatorskich **koszty zrealizowanego ruchu i opłat międzyoperatorskich

Cash flow (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
wynik netto	113.4	269.8	285.7	341.3	383.4	416.5
amortyzacja	20.8	23.5	39.3	52.1	60.1	66.1
zmiana kapitału obrotowego	-35.8	49.7	-4.1	-1.8	-2.8	-1.3
gotówka z działalności operacyjnej	111.2	316.2	337.7	398.5	444.2	482.8
inwestycje (capex)	-54.4	-55.5	-92.3	-75.1	-54.1	-74.1
gotówka z działalności inwestycyjnej	-54.4	-55.5	-92.3	-75.1	-54.1	-74.1
wypłata dywidendy	0.0	-37.6	-201.2	-188.6	-273.0	-383.4
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-1.4	-107.9	-15.3	-21.7	-43.3	-14.4
gotówka z działalności finansowej	-15.7	-165.4	-233.3	-217.2	-319.8	-399.3
zmiana gotówki netto	41.2	95.3	12.1	106.2	70.3	9.4
DPS	0.0	0.1	0.8	0.7	1.0	1.4
CEPS	0.5	1.1	1.2	1.5	1.7	1.8
FCFPS	0.2	0.4	0.0	0.4	0.3	0.0

Wskaźniki (%)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
zmiana sprzedaży	65.1	42.6	15.9	12.2	9.3	10.6
zmiana EBITDA	123.0	109.7	9.6	22.4	11.7	8.5
zmiana EBIT	246.7	123.5	5.4	21.2	11.2	8.3
zmiana zysku netto	103.3	137.9	5.9	19.4	12.3	8.6
marża EBITDA	20.8	30.6	28.9	31.6	32.3	31.6
marża EBIT	18.2	28.5	26.0	28.0	28.5	27.9
marża netto	14.2	23.7	21.7	23.1	23.7	23.3
sprzedaż/aktywa	133.8	150.1	154.6	146.3	147.0	155.9
dług / kapitał	873.5	158.1	125.4	90.3	71.4	70.0
odsetki / EBIT	9.2	3.8	1.8	0.4	0.2	0.2
stopa podatkowa	19.1	19.1	19.0	19.0	19.0	19.0
ROE	185.5	92.0	75.6	64.3	59.8	61.8
ROA	19.0	35.6	33.5	33.8	34.9	36.3
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-78.2	133.8	161.2	289.1	402.7	426.5

Źródło: Prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, handel

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Radosław Łukaszczuk
+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Analityk
przemysł drzewny i materiałów budowlanych,
motoryzacja, energetyka

Łukasz Kołaczkowski
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 59
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Analityk
media, farmaceutyki
przemysł spożywczy, elektromaszynowy

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Marcin Deregowski
+22 598 26 05
marcin.deregowski@millenniumdm.pl

Analityk
branża budowlana, deweloperzy

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Krzysztof Solus
+22 598 26 66/7
krzysztof.solus@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Robert Wiaderny
+22 598 26 79
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Sygnyty, Wielton, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN Orlen, Śrubex. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Eurofilms, Famur, North Coast, Action, Euromark, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi 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 lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.