

# CYFROWY POLSAT S.A. – bezpieczna propozycja?

## Krótki opis Grupy

Grupę Cyfrowego Polsatu tworzy dwa podmioty – Cyfrowy Polsat S.A. (spółka dominująca) oraz Cyfrowy Polsat Technology Sp. z o.o. (spółka zależna). Druga ze spółek zajmuje się produkcją dekodерów.

Podstawową działalnością Grupy jest oferowanie usług w segmencie płatnej telewizji cyfrowej (Direct to Home, DTH) oraz segmencie telefonii komórkowej. Od 2008 r. Cyfrowy Polsat wszedł w nowy segment rynku i zaczął działać jako operator wirtualny telefonii komórkowej (MVNO). Uzupełnieniem oferty jest produkcją dekodерów, którą prowadzi spółka Cyfrowy Polsat Technology Sp. z o.o.

## Sytuacja w branży

Polski rynek płatnej telewizji

- telewizja DTH (Cyfrowy Polsat S.A., Canal + Cyfrowy Sp. z o.o., ITI Neovision)
- telewizja CATV (telewizja kablowa)
- telewizja IPTV (oferowana przez telekomy – TPSA, Dialog, Netia)

### Segment DTH

Rynek telewizji DTH w Polsce obsługiwany jest przez trzy podmioty: Cyfrowy Polsat S.A., Canal + Cyfrowy Sp. z o.o. operatora Cyfry+, ITI Neovision operatora telewizji „n”). Największym podmiotem na rynku, z punktu widzenia bazy abonentów, jest Cyfrowy Polsat, który na koniec 2008 r. miał przeszło 2,73 mln abonentów. Drugą pozycję zajmował Canal+ z 1,38 mln abonentów, natomiast trzeci na podium ITI Neovision miał 500 tys. abonentów. Do liczby abonentów telewizji „n” (ITI Neovision) należy doliczyć 92 tys. klientów korzystających z uruchomionej w październiku 2008 r. telewizji na kartę (TNK).

w tys.	2006	2007	2008	nowi klienci w 2008 r.
"n"*	71	272	592	320
<b>Cyforwy Polsat</b>	1 274	2 068	2 727	659
<b>Cyfra +</b>	920	1 070	1 380	310
<b>Razem</b>	<b>2 265</b>	<b>3 410</b>	<b>4 699</b>	<b>1 289</b>

\* w tym klienci pre-paidowi

### Telewizja kablowa

Na koniec 2008 r. telewizje kablowe miały ok. 4,5 mln klientów (zgodnie z szacunkami Polskiej Izby Komunikacji Elektronicznej), z czego 0,5 mln to użytkownicy telewizji cyfrowej. Najwięksi operatorzy telewizji kablowej w Polsce to UPC Polska, Vectra, Multimedia Polska, Aster i Toya. Największą liczbę klientów telewizji cyfrowej miały na koniec 2008 r. Vectra (190 tys.), UPC (100 tys.) oraz Multimedia Polska (71 tys.).

### Telewizja cyfrowa za pośrednictwem łącza telefonicznego IPTV

Szacuje się, że do końca 2008 r. udało się pozyskać mniej niż 0,1 mln klientów telewizji IPTV. Liderem na rynku jest TPSA, która wprowadziła usługę IPTV w 2006 r., a na koniec 2008 r. miała ok. 70 tys. klientów. Mimo, iż historycznie ten segment rynku nie odznacza się imponującymi dynamikami wzrostu, w przyszłości może on nabierać znaczenia. Z uwagi na konieczność posiadania pętli abonenckiej, IPTV może się jednak rozwijać przede wszystkim w dużych aglomeracjach, przez co w przyszłości będzie zagrożeniem, w głównej mierze dla operatorów telewizji kablowej.

## Nasycenie rynku

Przyjmując, iż w Polsce jest ok. 14 mln gospodarstw domowych, nasycenie płatną telewizją (DTH, kablowa, IPTV) wynosi ok. 68%. Zakładając, iż docelowo z płatnej telewizji w Polsce będzie korzystało ok.

80% gospodarstw domowych do pozyskania jest jeszcze pomiędzy 1,4 a 1,7 mln klientów. Ponieważ w 2008 r. trzech operatorów DTH pozyskało blisko 1,3 mln klientów oraz uwzględniając nawet obecne spowolnienie, zagospodarowanie pozostałego „kawałka tortu” nie powinno trwać dłużej niż 2, maksymalnie 2,5 roku (wariant zdecydowanie pesymistyczny). Wchodzenie rynku w dojrzałość sprawia, iż znacznie zaostrza się konkurencja. Szczególnie było to widoczne w ostatnim kwartale 2008 r., w którym oferowane były istotne promocje. Można powiedzieć, że na pozyskaniu tej pozostałej części rynku najbardziej powinno zależeć telewizji „n”. Wynika to z faktu, iż posiada ona najmniejszą bazę klientów i wciąż ma bardzo słabe wyniki finansowe (brak szans na znaczną poprawę w najbliższej przyszłości). W tle nie pozostaje także Cyfra+, która po pewnym okresie uśpienia wreszcie znacząco zwiększyła liczbę klientów (+310 tys. w 2008 r. wobec 150 tys. w 2007 r.). Zaostrzenie konkurencji, a co za tym idzie spadek ARPU i presja na marże będzie najprawdopodobniej ujemnie ciążyć na wynikach 2009 r. w całej branży. Wraz z postępującym nasyceniem coraz bardziej zwiększać się będą również ruchy konsolidacyjne. Z uwagi na wyżej wspomniane czynniki pierwszym kandydatem do przejęcia wydaje się być telewizja „n”. Otwartą kwestią pozostaje to czy po pierwsze „n” zostanie sprzedane poza Grupę TVN oraz to czy uda się TVN odzyskać przynajmniej 138 mln EUR 95 zainwestowanych w większościowy pakiet udziałów.

## Wyniki finansowe

### Przychody

Skonsolidowane przychody z działalności operacyjnej Cyfrowego Polsatu, w ostatnim kwartale 2008 r. wyniosły 316.465 tys. zł co oznacza wzrost o 30% w porównaniu do wyników osiągniętych przed rokiem. Głównym źródłem przychodów operacyjnych są przychody z opłat abonamentowych (86% całości przychodów), które w stosunku do IV kw. 2007 r. wzrosły o 42% z poziomu 191.142 tys. zł do 271.245 tys. zł. Łącznie baza abonentów w IV kw. zwiększyła się o 324.469 osób. Blisko 68% tej liczby przypada na abonentów Pakietu Familijnego. W połowie kwartału do oferty Cyfrowego Polsatu wszedł nowy Pakiet Minimax. Nowa oferta oraz bardzo silna akcja marketingowa pod koniec roku pozwoliły na pozyskanie w sumie 104.665 nowych abonentów Pakietów Mini. Pozytywny wpływ na wzrost przychodów z opłat abonamentowych miał również wzrost współczynnika ARPU (średni miesięczny przychód na abonenta) zarówno w pakiecie familijnym jak i pakiecie mini. W tym pierwszym ARPU wzrósł z 38,3 zł do 40,7 zł, natomiast w drugim z 7,9 zł do 8,6 zł. Łącznie w obu pakietach ARPU wzrosło do 35,9 zł (34,8 w IV kw. 2007 r.).

Od II kw. 2008 r. Grupa rozszerzyła ofertę o segment telefonii komórkowej, działając jako wirtualny operator (MVNO). Do września 2008 r. usługi telefonii komórkowej oferowane były wyłącznie na zasadzie pre-paid. Na koniec 2008 r. liczba klientów, w tym segmencie wyniosła 39 tys., w tym 36 tys. to abonenci „na kartę”. Taki wynik należy uznać za mało zadowalający, biorąc pod uwagę pierwotne plany. Przebicie się operatorów MVNO ze swoją ofertą nie jest takie proste i wymaga, nie tylko atrakcyjnej oferty, ale również silnej akcji marketingowej. Niższa, niż oczekiwana sprzedaż oraz obecne spowolnienie zmusiła Spółkę do zmiany strategii i oferowania usług telefonii komórkowej wyłącznie klientom Cyfrowego Polsatu. Na pewno na korzyść spółki przemawia baza potencjalnych klientów, jednak przyjęta obecnie strategia wydłuży proces dochodzenia do osiągnięcia pozytywnego EBITDA na tej działalności. W IV kw. 2008 r. strata na poziomie EBITDA wyniosła 19,2 mln zł (w całym 2008 r. 38,5 mln zł.)

	Q4'07	2007	Q4'08	2008
<b>Przychody</b>	243,3	796,7	316,5	1 133,6
<b>EBIT</b>	-10,2	145,1	40,2	323,7
<i>marża EBIT</i>	-	18,2%	12,7%	28,6%
<b>EBITDA</b>	-1,8	165,9	48,1	348,1
<i>Marża EBITDA</i>	-	20,8%	15,2%	30,7%
<b>Zysk netto</b>	-8,9	113,4	41,3	268,5
<i>Marża netto</i>	-	14,2%	13,0%	23,7%

Skonsolidowane przychody operacyjne po 4 kwartałach 2008 r. wzrosły o 42% z poziomu 796,67 mln zł do poziomu 1133,57 mln zł. Przychody z opłat abonamentowych wyniosły 997,678 mln zł, czyli o 48%

więcej niż w roku 2007. Liczba abonentów na koniec 2008 r. wyniosła 2.726.993 co oznacza wzrost o 32% w porównaniu do końca 2007 r. Cyfrowy Polsat pozyskał w 2008 r. 668.665 nowych abonentów (794.680 w 2007 r.). Niższe wartości 2008 r., (choć trzeba przyznać, że wciąż bardzo korzystne), to zdecydowanie efekt słabszych wyników w segmencie pakietu rodzinnego. W segmencie tym spółce udało się pozyskać o 30% mniej nowych klientów (w porównaniu do 2007 r.). Wraz ze spowolnieniem gospodarczym główny nacisk kampanii marketingowych nakierowany jest na tańszy pakiet mini. Co widać po ilości pozyskanych klientów – 46% więcej wobec 2007 r., przy czym w samym IV kw. wzrost o 87% (wobec. IV kw. 2007r.). Silna akcja promocyjna (czasowe zwolnienie z opłat), oraz większa sprzedaż w segmencie mini, może wpływać w 2009 r. na zmniejszenie ARPU. Wydaje się, iż spowolnienie widać także w postawie klientów, którzy podpisując nowe umowy, decydują się na wydzierżawienie dekoderek, zamiast ich zakupu.

Średni miesięczny przychód na abonenta (ARPU) wzrósł o 0,6 zł do 35,3 zł. ARPU dla pakietu rodzinnego (mającego największą liczbę abonentów, a przez to generującego największą liczbę przychodów) wyniósł w 2008 r. 39,4 zł (wzrost o 4%), natomiast dla pakietu Mini 8,6 zł (wzrost o 2,3%).

Negatywnym zjawiskiem jest wzrost współczynnika odpływu abonentów. Churn na koniec 2008 r. wyniósł 7,5% w porównaniu do 5,1% rok wcześniej. Przede wszystkim odpływ abonentów ma miejsce wśród nabywców pakietu rodzinnego. Spółka deklaruje, iż współczynnik churn jest niższy niż u zagranicznych odpowiedników, gdzie wynosi średnio 15-16%. Wielkości charakterystyczne dla Cyfrowego Polsatu należy więc uznać za bezpieczne. Trzeba jednak zaznaczyć, że polski rynek jest jeszcze mimo wszystko w fazie rozwoju (choć blisko nasycenia). Wraz z postępującym nasyceniem rynku oraz nasilającą się konkurencją współczynnik ten najprawdopodobniej zbliżyć się będzie do wartości dwucyfrowych.

### **Koszty operacyjne**

W strukturze kosztów operacyjnych główne znaczenie mają cztery pozycje: koszty licencji programowych (27% całości kosztów operacyjnych), koszty dystrybucji i marketingu (25%), koszt własny sprzedanych zestawów odbiorczych (16,35%) oraz pozostałe koszty operacyjne (13%).

Pierwsza kategoria kosztów wzrosła o 46% w porównaniu do 2007 r. Ostateczny poziom kosztów licencji programowych uzależniony jest od dwóch czynników – liczby abonentów oraz kursu walutowego, ponieważ Spółka rozlicza je w EUR i USD. W 2009 r. ten drugi czynnik prawdopodobnie będzie miał silniejszy wpływ na omawianą pozycję kosztową, przez co (pomimo mniejszej dynamiki przyrostu bazy klientów) będzie on negatywnie ważył na wynik operacyjny Cyfrowego Polsatu.

Od marca 2008 r. spółka sprzedaje dekodery wyprodukowane w własnej fabryce. W sumie w całym 2008 r. sprzedała ich 257 tys. Efektem tego jest spadek o 37% koszt własny sprzedanych zestawów odbiorczych do poziomu 132 mln zł (mniejsze koszty to również efekt mniejszej liczby przyłączeń).

Koszty dystrybucji i marketingu wzrosły w minionym roku o 61% (w porównaniu do 2007 r.). Ta kategoria kosztów obejmuje prowizje dystrybutorów, wydatki na reklamę, mailing oraz call center. Zapewne w najbliższych kwartałach koszty te nie będą już tak dynamicznie rosły, z uwagi na przewidywany niższy przyrost bazy klientów. Jednakże spadek dynamiki może być częściowo hamowany w sytuacji gdy spółka zdecyduje się na agresywną kampanię medialną.

### **Rentowność**

W 2008 r. Cyfrowy Polsat wypracował 324,3 mln zysku operacyjnego, wobec 145,1 rok wcześniej (wzrost o 123%). Na poziomie EBITDA Spółka zarobiła w 2008 r. 347,8 mln zł wobec 165,9 mln w okresie 12 miesięcy 2007 r. Skonsolidowany zysk netto wyniósł w 2008 r. 269,8 mln zł, co oznacza wzrost o 138%. Na ostateczny wynik netto wpływ miał dodatni wynik wynikający z zawieranych kontraktów forward (szerzej o tym niżej). 2008 r. przyniósł również wzrost rentowności mierzonej wskaźnikami EBITDA oraz zysku netto. Marża EBITDA osiągnęła wartość 30,7% wobec 20,8% rok wcześniej, natomiast marża netto wzrosła do poziomu 23,7%, z 14,2% rok wcześniej.

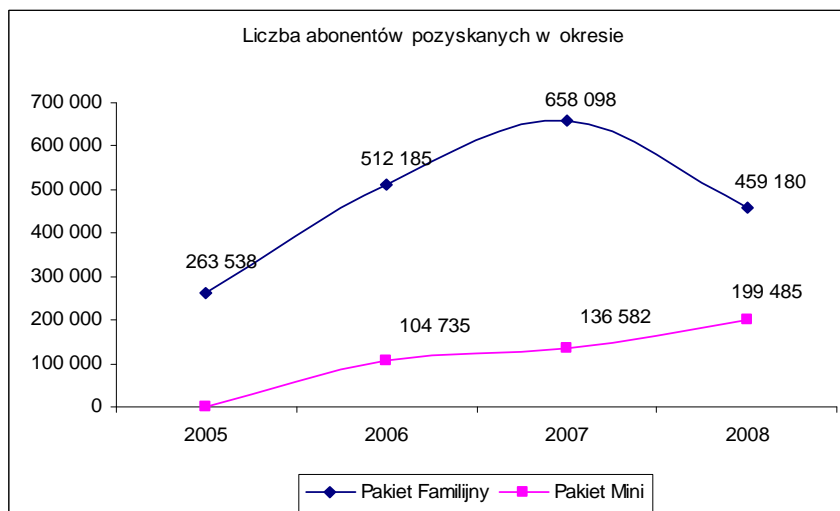
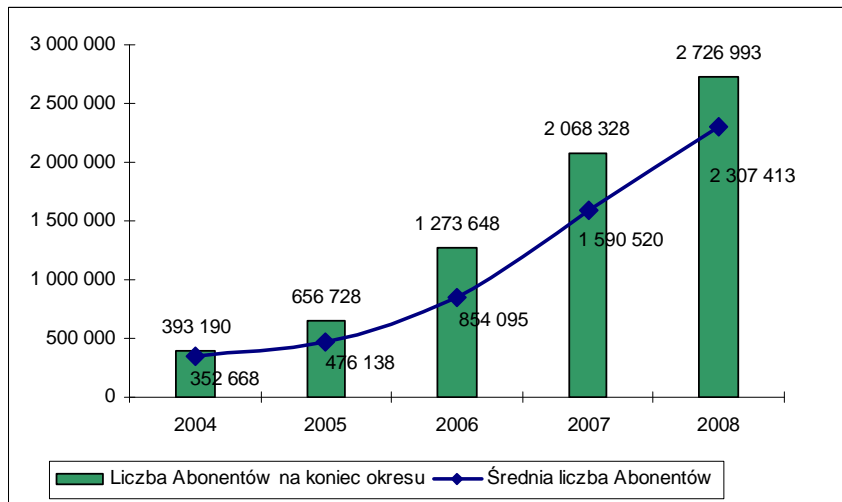
### **Zabezpieczenie przed ryzykiem walutowym**

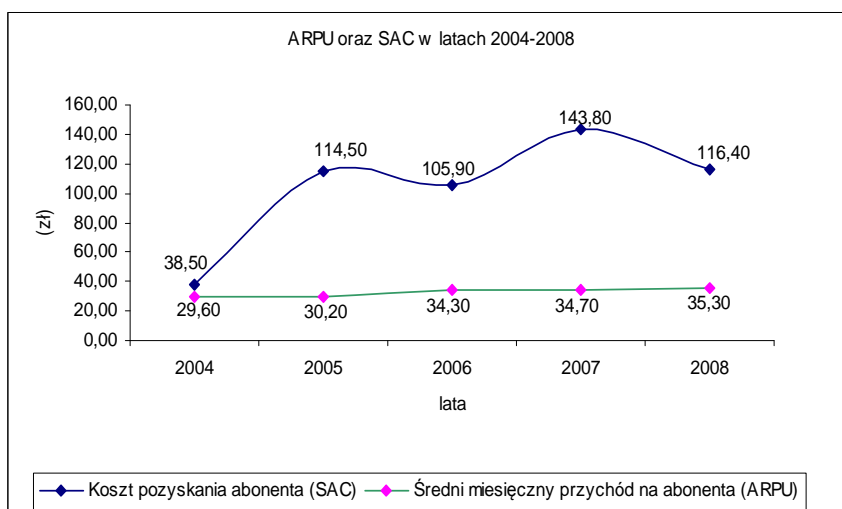
W walutach obcych Cyfrowy Polsat rozlicza koszty opłat licencyjnych (44% w euro i 55% w usd); oraz koszty przesyłu sygnału (100% w EUR), a także koszt własny sprzedanych zestawów odbiorczych (20% w EUR, 60% w USD). Nie istnieje ryzyko walutowe ze strony zadłużenia oprocentowanego (kredyty i pożyczki), ponieważ od końca 2007 r. jest ono wyrażone w złotych.

W celu zabezpieczenia przed ryzykiem walutowym Spółka stosuje kontrakty forward na zakup EUR i USD. Kontrakty te zawierane były po bardzo atrakcyjnych kursach. W przypadku kontraktu dolarowego, zawartego w sierpniu 2008 r., spółka zabezpieczyła sobie zakup 2 mln USD po kursie na poziomie 2,318,

przez okres kolejnych 11 miesięcy. Natomiast w przypadku kontraktu EUR, zawartego we wrześniu, warunki były następujące – 1,5 mln EUR po kursie 3,459 przez kolejne 6 miesięcy. W 2008 r. łączne przychody finansowe wynikające z kontraktów forward wyniosły 17,6 mln (13,9 mln z wyceny niezrealizowanych kontraktów oraz 3,7 mln z kontraktów zrealizowanych).

Przyjmując, że Cyfrowy Polsat wciąż zabezpiecza się za pomocą kontraktów forward na EUR zapewne nie będą one już tak atrakcyjne, a w przypadku gdyby trend umocnienia złotego był kontynuowany istnieje prawdopodobieństwo, iż w przypadku tej waluty Spółka może ponieść dodatkowe straty.





### Sprawa przejęcia Sferii

W marcu 2009 r. Cyfrowy Polsat kupił 11 proc. akcji nowej emisji spółki Sferia, za łączną cenę 53,4 mln zł. Zanim nastąpiło przejęcie, Cyfrowy Polsat zawarł z Zygmuntem Solorzem-Żakiem umowę opcji put. Zgodnie z nią Pan Solorz-Żak zobowiązał się do kupna tego pakietu akcji, na żądanie CP, zgłoszone do 30 czerwca 2009 r. Zamierzenie było takie by do wspomnianej daty dokonać due diligence Sferii i podjąć decyzję o ewentualnym zwiększeniu zaangażowania, pozwalającym na osiągnięcie kontroli lub wykonaniu opcji put. Transakcja ta nie była jednak dobrze odebrana przez rynek. Wątpliwości budziły dwie kwestie. Po pierwsze nie wiadomo dlaczego CP zrobił krok wyprzedzający, tzn. najpierw nabył nową emisję, a dopiero później miał zamiar przeprowadzić badanie Sferii. Druga grupa wątpliwości dotyczyła ceny zapłaconej przez CP. Według tej ceny Sferia warta jest 500 mln zł. Tymczasem w 2008 r. osiągnęła 47,7 mln zł przychodów, 48,2 mln straty EBITDA oraz 85 mln zł straty netto. Najcenniejszym aktywem Sferii są posiadane częstotliwości. Za podobne częstotliwości, P4 zapłaciło jednak 217 mln zł. Pod wpływem nacisków akcjonariuszy mniejszościowych już po kilku dniach CP skorzystał z opcji put.

Nie oznacza to jednak, że współpraca na linii Sferia-Cyfrowy Polsat została definitywnie odrzucona. Możliwy jest scenariusz, w którym ciężar finansowania rozwoju Sferii zostanie, przynajmniej czasowo, pozostawiony obecnemu głównemu właścicielowi. Z punktu widzenia przyszłości Cyfrowego Polsatu przejęcie takiego podmiotu może być jednak atrakcyjne (abstrahując od wysokiej ceny z marca). Jeżeli Spółka chce mieć możliwość utrzymania pozycji lidera w przyszłości, musi wraz z nasyceniem rynku realizować strategię nakierowaną na posiadanie oferty multi play (TV, telefon, Internet). Bez takich kroków, coraz bardziej wymagający klient, na coraz bardziej konkurencyjnym rynku będzie odchodził do tych podmiotów, które taką ofertę będą w stanie zagwarantować w ramach jednego abonamentu.

### Postępowanie antymonopolowe

W kwietniu 2009 r. Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów rozpoczął postępowanie antymonopolowe przeciwko Cyfrowemu Polsatowi. Postępowanie to związane jest z ewentualnym nadużyciem pozycji rynkowej przy sprzedaży praw do publicznego odtwarzania relacji z Piłkarskich Mistrzostw Europy w 2008 r. UOKiK zarzuca Spółce, iż bezprawnie uzależniał zbycie licencji od jednoczesnego nabycia dekodera. Zgodnie z prawem UOKiK może nałożyć na dany podmiot karę pieniężną w wysokości do 10% wartości rocznych przychodów. Biorąc pod uwagę przychody CP osiągnięte w 2008 r. kara może sięgnąć nawet 110 mln zł. Trzeba jednak zaznaczyć, że jest to kwota maksymalna. Przychody osiągnięte ze sprzedaży licencji do Euro 2008 oraz związanych z nią dekoderek nie stanowiły znaczącego udziału w całości przychodów, dlatego też, nawet jeżeli postępowanie Urzędu zakończy się niekorzystnie dla Polsatu, prawdopodobnie kara nie będzie aż tak duża. Jakkolwiek dokładne jej oszacowanie jest kłopotliwe to, w przypadku jej nałożenia będzie ona miała wpływ na saldo środków pieniężnych oraz osiąganą rentowność EBIT oraz netto. Biorąc pod uwagę wysokość środków jakimi dysponuje CP ewentualna konieczność jej zapłaty nie będzie dużym problemem co nie oznacza, że nie będzie rzutować na wyniki Spółki.

## Analiza techniczna

Kurs akcji od początku swojego debiutu zachowuje się stabilnie, szczególnie względem wysokiej zmienności rynku, jaką mogliśmy obserwować w tym czasie. W efekcie Cyfrowy Polsat okazał się jedną z najsilniejszych spółek w okresie gwałtownych spadków rynku, a jednocześnie jedną z wolniej rosnących podczas ostatnich wzrostów. Kurs akcji od kilkunastu miesięcy porusza się w szerokim kanale trendu bocznego w przedziale od około 11,5 do około 15,5-16 zł. Dopiero trwalsze wybiecie z tego kanału będzie zwiastować zmianę dotychczasowych tendencji.



## Podsumowanie

Cyfrowy Polsat, lider rynku telewizji DTH może wydawać się atrakcyjną propozycją inwestycyjną. 2008 r. pokazał, że Spółka ma duże możliwości generowania gotówki. Na działalności operacyjnej udało się wygenerować 316,2 mln zł, a ostatecznie, na koniec 2008 r. środki pieniężne w bilansie wzrosły o 95,3 mln zł (po spłacie 108 mln zł kredytów i pożyczek oraz wypłacie 37,6 mln zł dywidendy). Z zysku za 2008 r. proponowana dywidenda ma wynieść 134,2 mln zł, co daje 0,5 zł na akcje.

Trzeba jednak pamiętać, iż 2009 r. może być gorszy od poprzedniego. W kolejnych okresach przyrost bazy abonentów zapewne nie będzie tak spektakularny jak w przeszłości. Wpływ mają na to trzy podstawowe czynniki. Po pierwsze stopniowo nasycający się rynek, po drugie wzmrożona walka konkurencyjna, po trzecie spowolnienie gospodarcze. Cyfrowy Polsat, co prawda deklaruje, że pierwsze miesiące 2009 r. są lepsze, pod względem pozyskiwania nowych abonentów, niż porównywalny okres 2008 r., nie oznacza to jednak, że nowi abonenci będą równie zyskowni jak dotychczasowi. Wyższe, niż w 2008 r. koszty operacyjne (wpływ kursu walutowego) oraz silniejsza konkurencja (oferty promocyjne) może negatywnie wpływać na zyskowność.

Wraz z postępującym nasyceniem rynku Spółka stoi przed koniecznością zainwestowania w rozszerzenie oferty. Może się to odbyć albo poprzez rozwój organiczny albo poprzez nabycie już działającego podmiotu (np. Sferii). Drugi wariant obarczony jest mniejszym ryzykiem, ale czy i jak bardzo wpłynie na wartość spółki, będzie zależało w dużym stopniu od ceny jaką zdecyduje się zapłacić Cyfrowy Polsat. Dzięki stabilnej sytuacji finansowej zapewne nie będzie miała problemów ze znalezieniem finansowania (zarówno jeżeli chodzi o kapitał własny jak i ewentualne zadłużenie). Czynnikiem ten może jednak czasowo wpływać na ostateczną wycenę poprzez ujemny wpływ na przepływy pieniężne.

Na wynikach ciążyć będzie również segment MVNO, któremu w najbliższej przyszłości raczej nie uda się osiągnąć pozytywnych rezultatów finansowych.

Autor:

Piotr Pochmara

Specjalista ds. Interwencji i Analiz

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych