Cyfrowy Polsat S.A. (GPW: CPS) – raport inwestycyjny dla inwestora indywidualnego

Przy kursie 16,30 zł Cyfrowy Polsat nie jest ani wyraźnie tani, ani wyraźnie drogi. Rynek płaci mniej więcej tyle, ile uzasadnia bazowy scenariusz, w którym dług powoli spada. Z dużym marginesem bezpieczeństwa akcja wygląda dopiero w strefie ok. 14,5–15,5 zł. Najbliższy katalizator to nowa strategia zapowiedziana na jesień 2026 r. Nie wiadomo, czy pokaże realny plan zmniejszenia zadłużenia i powrotu do dywidendy.

Data sporządzenia	Kurs akcji	Ostatni uwzględniony raport
27 września 2026 r.	16,30 zł – zamknięcie GPW 25.09.2026 (+1,88% na sesji)	Skonsolidowany raport półroczny PSr 2026 (do 30.06.2026), opublikowany 19.08.2026, oraz prezentacja wynikowa za II kw. 2026

- **Brakujące dane:** III kwartał 2026 r. i cały rok 2026 nie mają jeszcze danych. Raport za III kw. ma się ukazać 18 listopada 2026 r.
- **Przeliczenia na USD:** kurs średni NBP z 25.09.2026 (tabela 187/A/NBP/2026), 1 USD = 3,8404 zł.

Najważniejsze w skrócie

- **Wycena:** przy 16,30 zł kapitalizacja wynosi ok. 9,3 mld zł bez akcji własnych (ok. 2,4 mld USD), a EV/EBITDA ok. 6,7–7,1x. Bazowy DCF daje ok. 17,5 zł, ale pełny przedział wrażliwości to ok. 10–24 zł. Obecna cena nie daje dużego marginesu bezpieczeństwa.
- **Co przemawia za:**
  - Rdzeń telekomunikacyjno-medialny znów rośnie: w II kw. 2026 skorygowana EBITDA wzrosła o 3,6% r/r, a ARPU B2C o 6,5%.
  - Spór sukcesyjny zakończyły wyroki sądów i ugoda rodziny z 10 września 2026 r.
  - Koszty odsetek spadają, a nakłady na OZE są już małe.
- **Co zagraża:**
  - Dług netto wynosi 12,27 mld zł (ok. 3,2 mld USD), a dług netto/EBITDA 4,06x (3,63x bez finansowania projektowego) – powyżej progu 3,5x, który blokuje dywidendę.
  - W kwietniu 2028 r. przypada duża spłata kredytu.
  - Segment zielonej energii wielokrotnie rozczarował: prognoza jego EBITDA spadła z 500 do ok. 350 mln zł.
  - O wyniku inwestora zdecydują treść strategii, tempo redukcji długu, stopy procentowe i warunki refinansowania.

1. Podsumowanie na jednej stronie

Czym jest spółka: największa w Polsce zintegrowana grupa medialno-telekomunikacyjna (Plus, Polsat Box, Netia, Telewizja Polsat, Interia), do której doklejono segment zielonej energii i wodoru (farmy wiatrowe, biomasa, fotowoltaika, autobusy NesoBus) oraz nieruchomości.

Za inwestycją

1. **Rdzeń biznesu znów rośnie.** W I półroczu 2026 r. przychody wzrosły o 2,9% do 7 329,7 mln zł, skorygowana EBITDA o 4,1% do 1 700,4 mln zł (z 1 633,1 mln zł), a zysk netto przypisany akcjonariuszom do 327,8 mln zł (z 195,5 mln zł).
2. **Siła cenowa.** ARPU B2C wzrosło w II kw. do 83,5 zł (+6,5% r/r), churn B2C wynosi niskie 7,7%, a z usług łączonych (multiplay) korzysta ponad 3 mln klientów, czyli 55% bazy.
3. **Mniejsze ryzyko właścicielskie.** Trybunał Konstytucyjny Liechtensteinu utrzymał rozstrzygnięcie sukcesji, a 10.09.2026 rodzina Solorz-Żak ogłosiła ugodę kończącą spory.
4. **Niższe koszty i nakłady.** CFO szacuje oszczędności odsetkowe w 2026 r. na ok. 170 mln zł, a łączny capex na OZE ma nie przekroczyć 150 mln zł.
5. **Niska wycena księgowa.** C/WK ok. 0,67–0,75 – rynek wycenia spółkę poniżej wartości księgowej.

Przeciw inwestycji

1. **Wysoki dług.** Dług netto 12,27 mld zł, dług netto/EBITDA 4,06x. Kredyt konsorcjalny trzeba zrefinansować przed kwietniem 2028 r.
2. **Rozczarowania w zielonej energii.** Odpisy w IV kw. 2025 r. wyniosły 2,72 mld zł (strata netto grupy za 2025 r. ok. 2,6 mld zł). Prognoza EBITDA OZE na 2026 r. spadła z 500 mln zł do 400 mln zł, a potem do ok. 350 mln zł.
3. **Brak dywidendy od 2022 r.** Warunek wypłaty: dług netto/EBITDA (bez finansowania projektowego) ≤ 3,5x po dywidendzie. Obecnie 3,63x.
4. **Słabnąca reklama i baza klientów.** Reklama TV w II kw. −4,1% r/r do 358 mln zł (rynek −6,2%). Liczba klientów kontraktowych B2C −2,1% r/r.
5. **Ład korporacyjny.** Kontrola przez fundację z Liechtensteinu i akcje uprzywilejowane co do głosu; interesy mniejszościowych akcjonariuszy bywały na drugim planie.

Od czego zależy wynik inwestora

- Czy strategia (zapowiedziana „jesienią", możliwe, że w październiku) przyniesie sprzedaż lub wydzielenie aktywów niezwiązanych z telekomunikacją, ścieżkę delewarowania i nową politykę dywidendową.
- Czy refinansowanie zostanie przeprowadzone na rozsądnych warunkach.
- Jak kształtować się będą stopy NBP: stopa referencyjna 3,75% bez zmian od marca 2026 r., inflacja w sierpniu 3,4%.

2. Jak Cyfrowy Polsat zarabia

Segment	Marki / aktywa	Jak zarabia	Trend (I poł. / II kw. 2026)
Usługi B2C/B2B – rdzeń	Plus (Polkomtel), Polsat Box, Polsat Box Go, Netia	Abonamenty komórkowe, internet mobilny i światłowodowy, płatna TV, multiplay, prepaid, smartfony, usługi hurtowe	Przychody detaliczne w II kw. +2,9% do 1 863,1 mln zł; ARPU rośnie, liczba klientów lekko spada
Media: TV i online	Telewizja Polsat, Polsat Sport, Eleven Sports, Interia, Polsat Box Go	Reklama TV i sponsoring, opłaty od operatorów, reklama online	Reklama TV −4,1% do 358 mln zł; skoryg. EBITDA mediów +11,9% do 158,2 mln zł dzięki niższym kosztom
Zielona energia	Farmy wiatrowe, PV, biomasa, wodór, NesoBus	Sprzedaż energii, sprzedaż autobusów	EBITDA w I poł. +34% do 164 mln zł; sprzedaż energii w II kw. −3,3% (ograniczenia sieciowe)
Nieruchomości	Nieruchomości grupy	Najem, sprzedaż	Marginalny wpływ na wynik

- **ARPU** – średni miesięczny przychód z jednego klienta; pokazuje, czy spółka potrafi podnosić ceny i sprzedawać więcej usług.
- **Churn** – odsetek klientów rezygnujących w ciągu roku; im niższy, tym stabilniejsze przychody.
- **RGU** – liczba pojedynczych usług (telefon, internet, TV), które opłaca klient.

Co rośnie, a co słabnie

Rośnie: ARPU B2C (83,5 zł, +6,5%), ARPU B2B (1 588 zł, +2,8%), ARPU prepaid (18,4 zł, +4,0%), multiplay (55% klientów), zasięg 5G Plusa (blisko 28 mln mieszkańców, ok. 75% populacji), oglądalność kanałów Polsatu (21,7% w I poł.), udział w rynku reklamy TV (28,7%), przychody z autobusów wodorowych (pozostałe przychody +24,4% do 258,3 mln zł), produkcja energii z wiatru (+40%).

Słabnie: liczba klientów kontraktowych B2C (5 570 tys., −2,1%), liczba klientów B2B (67,3 tys., −1%), reklama TV, wolumen sprzedaży smartfonów (przychody ze sprzętu +3,4% tylko dzięki droższym modelom), sprzedaż energii.

Wniosek: spółka zarabia coraz więcej na coraz mniejszej, ale lojalniejszej bazie – model „cena zamiast wolumenu". Działa, dopóki konkurencja (Orange, Play, T-Mobile) nie wywoła wojny cenowej.

Kanały sprzedaży: salony Plus i Polsat Box, kanał internetowy, telesprzedaż, sprzedaż B2B (Plus dla Firm, Netia), sprzedaż hurtowa kanałów TV operatorom kablowym oraz platforma Polsat Box Go (200 kanałów, dodatki Disney+, SkyShowtime i HBO Max).

3. Wyniki i kondycja finansowa

Pozycja (mln zł)	2023	2024	2025	I poł. 2025	I poł. 2026	TTM
Przychody	13 626	14 266	14 324	7 121	7 330	ok. 14 533
EBITDA skorygowana	ok. 3 000	ok. 3 270	ok. 3 110	1 614	1 700	ok. 3 190
Marża EBITDA skoryg.	ok. 22,0%	ok. 22,9%	ok. 21,7%	22,7%	23,2%	ok. 22,0%
EBITDA raportowana	b.d.	3 437,6	3 016,5	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk operacyjny (EBIT)	1 312	1 766	−1 417 (odpisy)	ok. 795	869	ok. −1 340
Zysk netto	ok. 312	777	ok. −2 600	195,5*	327,8*	ok. −2 500*
Przepływy operacyjne	2 392	3 427	3 140	1 468	1 553	ok. 3 225
Przepływy inwestycyjne	−2 216	−2 174	−1 302	b.d.	b.d.	b.d.
Gotówka na koniec okresu	3 326	2 687	3 216	b.d.	b.d.	b.d.
Dług netto	b.d.	12 530	12 034	b.d.	12 273	–
Dług netto / EBITDA	b.d.	3,81x	4,10x	–	4,06x	–
Dług netto / EBITDA (kowenant dywid.)	–	–	3,59x	–	3,63x	–
Dywidenda na akcję	0	0	0	–	–	–

* zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej. TTM = III kw. 2025–II kw. 2026 (rok 2025 minus I poł. 2025 plus I poł. 2026) – własne obliczenia. EBITDA skorygowana za lata 2023–2025 to wartości zaokrąglone z komunikatów spółki. Część mediów podaje EBITDA za I poł. 2026 jako 1,71 mld zł; suma kwartałów (847,0 + 853,4) daje 1 700,4 mln zł. Źródła: raporty okresowe spółki (RR/SRR 2025, PSr 2026), komunikaty wynikowe Grupy Polsat Plus, PAP Biznes, Strefa Inwestorów.

- **EBITDA** – zysk operacyjny przed amortyzacją, czyli przybliżenie gotówki generowanej przez działalność przed inwestycjami, odsetkami i podatkami.
- **EBITDA skorygowana** – EBITDA oczyszczona przez spółkę ze zdarzeń jednorazowych. Wszystkie porównania r/r w raporcie dotyczą EBITDA skorygowanej, chyba że napisano inaczej.

Zdarzenia jednorazowe

- **2023:** konsolidacja PAK-PCE (zielona energia) od 3 lipca 2023 r.; zysk ze sprzedaży akcji Asseco (wyłączony z EBITDA skoryg.).
- **2024:** zysk ze sprzedaży Muzo i adresów IPv4; odpis zapasu modułów PV.
- **2025:** odpisy wartości firmy i aktywów w IV kw. na 2 716,9 mln zł – niegotówkowe, ale zmieniły wynik netto; częściowo z powodu pogorszenia koniunktury na rynku fotowoltaiki.
- **2026:** w II kw. niższy podatek dzięki zwrotowi nadpłaty; część wzrostu zysku netto wynika z niższych kosztów finansowych, a nie z działalności operacyjnej.

Dlaczego wyniki się zmieniały

- **2024 (dobry rok):** pełny rok konsolidacji zielonej energii, wzrost ARPU, poprawa w mediach.
- **2025 (słabszy rok):** EBITDA skoryg. w III kw. −15,2%, słabsza zielona energia, wysokie odsetki, odpisy.
- **2026 (odbicie):** wzrost ARPU po nowej ofercie multiplay, cięcie kosztów marketingu, niższe odsetki; wolumen w B2C nadal spada. Analityk Ipopema ocenił wyniki jako mieszane, ale zgodne z oczekiwaniami.

Przepływy pieniężne, capex i FCF

- **FCF (wolne przepływy pieniężne)** – gotówka, która zostaje po wydatkach operacyjnych i inwestycyjnych; można ją przeznaczyć na spłatę długu lub dywidendę.
- **Skorygowany FCF według spółki** (bez capexu OZE) za 12 miesięcy do czerwca 2026 r. wyniósł blisko 1 mld zł (+33% r/r); po odsetkach ok. 716 mln zł. Za 2025 r.: 736 mln zł po odsetkach.
- **Prognoza zarządu na 2026 r.:** „wysokie kilkaset milionów złotych” skorygowanego FCF po odsetkach – to prognoza, nie fakt.
- **Capex** (nakłady inwestycyjne): telekom i media 6–8% przychodów; capex OZE w 2026 r. ≤ 150 mln zł, ok. pięciokrotnie mniej niż w 2025 r.

- **Częstotliwości:** płatności w ostatnich 12 miesiącach ponad 800 mln zł; kolejne odnowienie rezerwacji dopiero w 2029 r.

Zadłużenie, zapadalność, obligacje, kowenanty

- **Dług brutto** na koniec 2025 r.: 15,22 mld zł; gotówka ok. 3,2 mld zł.
- **Dług netto na 30.06.2026:** 12 272,8 mln zł (ok. 3,20 mld USD), wobec 12 033,5 mln zł na koniec 2025 r.
- **Dług netto/EBITDA** mówi, ile lat zajęłaby spłata długu z EBITDA; powyżej ok. 3x dla telekomu to wysokie zadłużenie. Całkowity: 4,06x (4,14x w I kw.); bez finansowania projektowego: 3,63x (3,68x w I kw.). To pierwszy od prawie dwóch lat niewielki spadek.
- **Spłaty kredytu konsorcjalnego:** do końca 2026 r. ponad 400 mln zł; 2027 r. 830 mln zł; kwiecień 2028 r. reszta (ok. 4,72 mld zł oraz 506 mln EUR).
- **Obligacje:** seria D+E (CPS0130) 2,67 + 0,82 mld zł, termin 11.01.2030, WIBOR 6M + 3,85% (marża rośnie powyżej 4,5x, spada poniżej 3,5x); seria F 400 mln zł (fundusz PFR) do 2030 r.
- **Średni koszt odsetkowy:** ok. 6,6%.
- **Kowenanty** – warunki umów kredytowych, których złamanie daje bankom prawo do renegocjacji lub żądania spłaty. Jawny próg dywidendowy: ≤ 3,5x po wypłacie. Liczbowych progów bankowych na 2026 r. nie udało się zweryfikować.

Dywidenda i skup akcji

- Ostatnia dywidenda w 2022 r. (1,20 zł na akcję, ok. 661 mln zł). Analitycy Ipopema i Erste wskazują 2028 r. jako najwcześniejszy realny termin powrotu, chyba że wcześniej dojdzie do sprzedaży części działalności – to opinia, nie fakt.
- Nowa strategia ma objąć politykę finansową i „potencjalnie” dywidendową.
- Spółka ma 71,17 mln akcji własnych (11,12% kapitału); brak ogłoszonego nowego skupu.

4. Wskaźniki

Założenia: kurs 16,30 zł; 639,55 mln akcji ogółem, 568,4 mln bez akcji własnych; kapitalizacja 10,42 mld zł (wszystkie akcje) / 9,26 mld zł bez akcji własnych (ok. 2,41 mld USD); EV ≈ 9,26 + 12,27 = ok. 21,5 mld zł (ok. 5,6 mld USD), bez udziałów niekontrolujących.

Wskaźnik	Wartość	Jak czytać	Ograniczenia
C/Z (TTM)	ujemny (ok. −4x)	Cena do zysku netto: ile płacisz za 1 zł zysku	Bezużyteczny przez odpisy z 2025 r.; zysk I poł. 2026 w ujęciu rocznym daje orientacyjnie ok. 13–14x (szacunek)
EV/EBITDA	ok. 6,7x / ok. 7,1x	Wartość całej firmy (akcje + dług netto) do EBITDA; najlepsza miara dla zadłużonych telekomów	Nie uwzględnia różnic w capexie i kosztach leasingu
C/WK	ok. 0,67–0,75	Cena do wartości księgowej (kapitał 13,84 mld zł); poniżej 1 = wycena poniżej majątku w księgach	Majątek to w dużej części wartość firmy i licencje; odpisy pokazały, że bywa zawyżony
ROE (TTM)	ok. −16% do −17%	Zwrot z kapitału: ile zysku daje 1 zł kapitału	Zaniżony przez odpisy; „normalny” poziom ok. 5% – słabo
Dług netto/EBITDA	4,06x (3,63x kowenantowy)	Poziom zadłużenia	Różne definicje EBITDA
FCF yield	ok. 7,7% – ok. 10,6%	FCF do kapitalizacji	Definicja spółki wyłącza capex OZE i część płatności za częstotliwości
Capex/przychody (telekom + media)	6–8%	Intensywność inwestycji	Program z Cellnex może zwiększyć koszty leasingu
ARPU B2C / churn	83,5 zł (+6,5%) / 7,7%	Siła cenowa i lojalność	Wzrost ARPU przy spadku bazy nie może trwać wiecznie
Marża EBITDA skoryg.	ok. 22–23%	Rentowność operacyjna	Zaniżana przez nisko marżowe przychody (sprzęt, energia, autobusy)

Porównanie z konkurentami i historią

- **Orange Polska:** przychody w II kw. 2026 r. 3 500 mln zł (+12,3%), EBITDAaL 929 mln zł (+3,1% porównywalnie), prognoza wzrostu EBITDAaL w 2026 r. > 6%. **EBITDAaL** to EBITDA po kosztach

leasingu – nie porównuj jej wprost z EBITDA Cyfrowego Polsatu. Orange rośnie szybciej i ma dużo niższe zadłużenie.

- **Aktualnych mnożników Orange Polska ani europejskich telekomów nie zweryfikowano.** Jako punkt odniesienia przyjęto orientacyjny przedział EV/EBITDA 5–6,5x – to założenie, nie pomiar.
- **Play (Iliad)** nie jest notowany na GPW od 2020 r.; **Agora** jest zbyt mała i o innym profilu.
- **Wniosek:** przy ok. 6,7–7x EV/EBITDA Cyfrowy Polsat nie jest wyraźnie tańszy od sektora; „taniość" widać głównie w C/WK, mało wiarygodnym po odpisach.
- **Historia:** na początku 2024 r. kapitalizacja spadła do ok. 6,8 mld zł. Obecne 16,30 zł to ok. +34% od początku 2026 r. (12,20 zł na 30.12.2025).
- **Rekomendacje:** najnowsza widoczna – IPOPEMA (31.07.2026) „Accumulate", cena docelowa 19,0 zł. Starsze niżej od kursu: DM BDM 15,27 zł, DM BOŚ 15,00 zł, Trigon 13,00 zł; w listopadzie 2025 r. HSBC 9,2 zł i Erste 12,6 zł.

5. Jakość biznesu

Mocne strony

- **Skala i marki:** Plus, Polsat i Interia (Grupa Polsat-Interia nr 1 wśród wydawców internetowych, 20 mln użytkowników miesięcznie).
- **Połączenie treści i dystrybucji:** sport (Liga Europy i Liga Konferencji UEFA do 2031 r., Formuła 1 w Eleven, siatkówka) plus telekomunikacja – pakiety multiplay trudniej skopiować.
- **Niski churn i rosnące ARPU; silna pozycja w reklamie TV** (28,7% udziału).

Przewagi i trwałość marż

- Oligopolistyczny rynek mobilny z czterema operatorami i koszty zmiany operatora przy pakietach multiplay.
- Marże w telekomunikacji pod presją płac i kosztów energii; umowa z Cellnex przewiduje waloryzację o inflację (limit 4% rocznie).
- Media zależą od koniunktury reklamowej i przesunięcia widzów do streamingu.

Słabości

- **Konglomerat bez spójnej logiki** (telekom, TV, farmy wiatrowe, wodór, autobusy) – rynek zwykle stosuje tzw. dyskonto holdingowe.
- **Historia chybionych prognoz** w segmencie energii, **kurcząca się baza B2C**, **wysoki dług**.

Ład korporacyjny

- **Spór sukcesyjny:** Zygmunt Solorz podpisał 2.08.2024 deklarację sukcesji na rzecz dzieci, potem próbował się wycofać. Sądy w Liechtensteinie potwierdziły sukcesję w maju 2025 r., grudniu 2025 r. i ostatecznie w lipcu 2026 r. Piotr Żak jest prezesem od grudnia 2025 r.
- **WZ z czerwca 2026 r.** nie udzieliło absolutorium Z. Solorzowi, J. Kulce i M. Błaszczykowi; rada nadzorcza opisała operacje mające przejąć kontrolę nad Telewizją Polsat i Polkomtelem (zainteresowani zaprzeczają).
- **Ugoda z 10.09.2026:** poufna; według nieoficjalnych informacji Solorz i Kulka nie wrócą do władz spółek, a Solorz zachowa prawo kontrasygnaty przy ewentualnej sprzedaży majątku fundacji poniżej wartości.
- **Ryzyko dla mniejszościowych akcjonariuszy pozostaje:** fundacja kontroluje ok. 60,5% głosów, istnieją akcje uprzywilejowane (818,96 mln głosów na 639,55 mln akcji), a transakcje z podmiotami powiązanymi (np. ZE PAK) wymagają czujności.

6. Ryzyka i szanse 2026–2030

Czynniki zależne od spółki

Czynnik	Prawdopodob.	Wpływ	Kierunek
Treść nowej strategii (sprzedaż/wydzielenie OZE i nieruchomości, delewarowanie, dywidenda)	wysokie	bardzo duży	± zależnie od treści

Czynnik	Prawdopodob.	Wpływ	Kierunek
Refinansowanie kredytu przed kwietniem 2028 r.	pewne	duży	ryzyko przy wyższych marżach, szansa przy niższych
Dalsze rozczarowania w zielonej energii	średnio-wysokie	średni	–
Koszty i efekty modernizacji sieci z Cellnex/Towerlink	wysokie	średni	– krótko, + długo
Kontynuacja wzrostu ARPU przy spadku bazy	średnie	średni	±
Ponowny konflikt właścicielski lub transakcje z podmiotami powiązanymi	niskie	duży	–
Powrót dywidendy w latach 2027–2028	niskie-średnie	duży dla kursu	+

Czynniki rynkowe

Czynnik	Prawdopodob.	Wpływ	Kierunek
Stopy NBP dłużej na 3,75% lub podwyżka	średnie	duży (dług oparty na WIBOR)	–
Obniżki stóp w 2027 r.	średnie	duży (100 pb ≈ 120 mln zł rocznie mniej odsetek – szacunek)	+
Słabszy rynek reklamy TV, odpływ do streamingu	wysokie	średni	–
Konkurencja cenowa (Orange, Play, T-Mobile, światłowody)	średnie	średni-duży	–
Regulacje (UKE, częstotliwości, roaming, podatki)	średnie	średni	–
Ceny energii i dopłaty do OZE	średnie	średni	±
Awersja do ryzyka na rynkach	średnie	średni (krótko)	–

7. Wycena

Dlaczego dwie metody dają różne wyniki

Wycena porównawcza mówi, ile rynek płaci dziś za podobne spółki. DCF liczy wartość przyszłych wolnych przepływów sprowadzonych do dzisiaj. Przy tak dużym długu wartość akcji to „resztka” po odjęciu 12,3 mld zł długu od wartości całej firmy, więc zmiana WACC o 0,5 pkt proc. zmienia wartość akcji o kilkadziesiąt procent. Dlatego podane są przedziały, a nie jedna „cena docelowa”.

Wycena porównawcza (orientacyjna)

- EV/EBITDA 5,5–6,5x × EBITDA skoryg. 2026P ok. 3,2 mld zł = EV 17,6–20,8 mld zł. Po odjęciu długu netto i ok. 0,4 mld zł (udziały niekontrolujące i inne – założenie): **ok. 9–14 zł na akcję**.
- Kurs 16,30 zł oznacza ok. 7x – rynek już wycenia częściowo poprawę (sprzedaż aktywów, delewarowanie).
- Ograniczenia: przedział mnożników to założenie; aktywa OZE i nieruchomości mogą być warte więcej przy sprzedaży niż wynika z ich EBITDA.

DCF (FCFF)

FCFF – wolne przepływy pieniężne dla całej firmy (akcjonariuszy i wierzycieli), przed spłatą odsetek.

Założenia bazowe (prognozy, nie fakty):

- EBITDA skoryg. 2027P ok. 3,25 mld zł, wzrost ok. 1,5–2% rocznie; przychody +1,5–2,5% rocznie, marża EBITDA ok. 22%.
- Capex telekom + media ok. 7% przychodów (ok. 1,05 mld zł); leasing ok. 0,35 mld zł; utrzymanie OZE ok. 0,1 mld zł; częstotliwości ok. 0,15 mld zł; podatek gotówkowy ok. 0,15 mld zł.
- Wynik: FCFF 2027P ok. 1,45 mld zł, rosnący o 2% rocznie do 2030 r.

- **WACC 8,0%** (średni koszt kapitału – stopa dyskontowania przyszłej gotówki): stopa wolna od ryzyka ok. 5,5% (założenie), premia za ryzyko 5,5–6%, beta ok. 1,0–1,1, koszt kapitału własnego ok. 11–12%, koszt długu 6,6% przed podatkiem, udział długu ok. 57%.
- **Wartość końcowa:** wzrost 1,5% rocznie po 2030 r.; to wartość wszystkich przepływów po okresie prognozy i ok. 75–80% wyceny.
- Mostek: EV − dług netto 12,27 mld zł − ok. 0,4 mld zł, podzielone przez 568,4 mln akcji.

Scenariusz	Kluczowe założenia	EV (mld zł)	Wartość na akcję
Ostrożny	FCFF płaski ok. 1,3 mld zł, WACC 8,5%, g = 1%; brak sprzedaży aktywów, droższe refinansowanie	ok. 16,9	**ok. 7 zł (5–10 zł)**
Bazowy	FCFF 1,45 mld zł i +2% rocznie, WACC 8,0%, g = 1,5%	ok. 22,6	**ok. 17,5 zł (14,5–20 zł)**
Optymistyczny	FCFF 1,6 mld zł i +3% rocznie, WACC 7,5%, g = 1,5%; sprzedaż części OZE, niższe stopy	ok. 27,7	**ok. 26 zł (22–30 zł)**

Tabela wrażliwości (zł na akcję, przepływy jak w scenariuszu bazowym):

WACC \ wzrost końcowy g	1,0%	1,5%	2,0%
7,5%	18,0	20,8	24,1
8,0%	15,1	**17,5**	20,2
8,5%	12,6	14,6	17,0
9,0%	10,4	12,2	14,1

Interpretacja: kurs 16,30 zł odpowiada mniej więcej WACC 8,0–8,25% przy g = 1–1,5%, czyli założeniom bliskim scenariusza bazowego. Asymetria jest niekorzystna, jeśli strategia rozczaruje, i korzystna, jeśli przyniesie sprzedaż aktywów z realną redukcją długu. Liczby DCF to szacunki o dużej niepewności, a nie „wartość godziwa” co do złotówki.

8. Analiza techniczna i zachowanie kursu

Nie dołączono wykresów. Poniższa analiza opiera się na publicznych danych notowań (GPW, Bankier, BiznesRadar, StockWatch) i **nie jest analizą dołączonego wykresu**. Poziomy sprawdzono na kursie z 25.09.2026.

Obserwacje (fakty)

- **Kurs:** 16,30 zł (25.09.2026). **Stopy zwrotu:** od początku roku ok. +34%; 12 miesięcy ok. +16–20%; 3 miesiące ok. −3%.
- **Zakres 52 tygodni:** minimum ok. 10,71–10,76 zł (jesień 2025); maksimum 17,48 zł (GPW) lub 17,95 zł (BiznesRadar) – strefa 17,5–18 zł.
- **Średnie kroczące:** 20-sesyjna ok. 16,2 zł, 5-sesyjna ok. 16,2 zł. Średniej 200-sesyjnej nie zweryfikowano (prawdopodobnie wyraźnie poniżej kursu – to wniosek, nie odczyt).
- **Przebieg:** od stycznia do wiosny 2026 r. silny trend wzrostowy; od ok. czerwca konsolidacja 15–17,5 zł; po wynikach półrocznych (20.08) wahania od 17,2 zł do poniżej 16 zł.
- **Zmienność:** 18.09.2026 spadek o 9,51% do 15,08 zł przy wysokiej liczbie transakcji (tzw. dzień trzech wiedźm, mWIG40 −1,19%), 21.09 odbicie o 5–6%. Przyczyny nie potwierdzono. Beta ok. 0,63–0,64.
- **Płynność:** średni dzienny obrót ok. 0,7–1 mln akcji (ok. 11–16 mln zł); free float 39,5%. Wystarczająca dla inwestora indywidualnego, ale luki po istotnych wiadomościach są realne.

Istotne poziomy (obserwacje)

- **Wsparcie:** 15,0–15,2 zł; pośrednie ok. 16,0 zł.
- **Opór:** 17,2–17,5 zł oraz ok. 18 zł.

Interpretacja (prognoza, niepewna)

Kurs jest w trendzie bocznym po silnym wzroście. Wybicie ponad 17,5–18 zł wymagałoby pozytywnego katalizatora (najpewniej strategii). Zamknięcie poniżej 15 zł podważyłoby średnioterminowy trend wzrostowy.

9. Plan dla inwestora

Horyzont	Główny scenariusz	Co go potwierdzi	Co go podważy
1 miesiąc	Handel w przedziale 15–17,5 zł w oczekiwaniu na strategię; wysoka zmienność przy jej publikacji	Strategia z konkretnymi celami długu i dywidendy; RPP bez podwyżki 6–7.10	Opóźnienie lub ogólnikowość strategii; zamknięcie poniżej 15 zł
3 miesiące	Rynek ocenia strategię i wyniki za III kw. (18.11.2026)	EBITDA skoryg. III kw. wyraźnie powyżej 766 mln zł; dalszy spadek zadłużenia w kierunku 3,5x	Obniżka prognoz OZE; wzrost wskaźnika zadłużenia; spadek ARPU
6 miesięcy	Wyniki roczne 2026 potwierdzają niski jednocyfrowy wzrost EBITDA i FCF „wysokich kilkuset mln zł”	Refinansowanie na podobnych lub niższych marżach; pierwsze sprzedaże aktywów	Brak postępu w refinansowaniu; podwyżki stóp NBP
1 rok	Delewarowanie w kierunku 3,5x i możliwa zapowiedź dywidendy za 2027 r.	Wskaźnik ≤ 3,5x; nowa polityka dywidendowa	Wojna cenowa; nowe odpisy; transakcje z podmiotami powiązanymi
2 lata	Po refinansowaniu „czystszy” telekom medialny o stabilnym FCF	Uproszczona struktura; FCF > 1 mld zł po odsetkach; powrót dywidendy	Droższy dług; spadek marż w mediach; utrata praw sportowych

10. Poziomy transakcyjne (orientacyjne, aktualne na 25.09.2026)

Dane pozwalają wyznaczyć jedynie przybliżone strefy. Ryzyko luk cenowych niosą: **strategia** (termin nieogłoszony, możliwy październik 2026 r.) oraz **wyniki za III kw. 2026** (18.11.2026, zwykle po sesji – reakcja 19.11). **Stop loss** (zlecenie ograniczające stratę) przy luce może zostać wykonany dużo niżej niż zakładano.

Element	Poziom	Uzasadnienie
Wejście (preferowane)	14,8–15,5 zł	Test wsparcia z 18–21.09, dolna część konsolidacji; margines względem scenariusza bazowego
Wejście alternatywne (momentum)	Zamknięcie powyżej 17,5–18 zł po strategii przy wysokim obrocie	Wybicie potwierdzone fundamentem
Stop loss	ok. 14,2–14,4 zł (na zamknięciu)	Poniżej wsparcia 15 zł
Realizacja zysku 1	17,2–17,5 zł	Opór i maksimum 52 tygodni
Realizacja zysku 2	19–20 zł	Górna część przedziału bazowego DCF; wymaga dobrej strategii

Relacja zysku do ryzyka:

- Wejście po 15,2 zł: ryzyko ok. 0,9 zł; potencjał do 17,4 zł ok. 2,4:1, do 19,5 zł ok. 4,8:1.
- Wejście po 16,30 zł: ryzyko ok. 2,0 zł wobec ok. 1,1 zł do pierwszego celu – tylko ok. 0,55:1, niekorzystnie. Kupno po bieżącej cenie ma sens tylko przy długim horyzoncie i akceptacji ryzyka strategii.

11. Co monitorować

1. **Nowa strategia (jesień 2026):** cele dług netto/EBITDA i terminy, los zielonej energii i nieruchomości, polityka dywidendowa.
2. **Dług netto/EBITDA** (całkowity i kowenantowy) w raporcie za III kw. (18.11.2026) – czy spada w kierunku 3,5x.
3. **Refinansowanie kredytu konsorcjalnego** przed kwietniem 2028 r.: marża, zapadalność, nowe obligacje.
4. **ARPU B2C, churn i liczba klientów kontraktowych** – czy wzrost ARPU rekompensuje spadek bazy o ok. 2% rocznie.
5. **EBITDA zielonej energii** wobec prognozy ok. 350 mln zł w 2026 r.
6. **Skorygowany FCF po odsetkach** wobec prognozy „wysokich kilkuset mln zł”.
7. **Koszty programu modernizacji sieci z Cellnex/Towerlink** – wpływ na leasing i EBITDA po leasingu.

8. **Decyzje RPP i WIBOR 6M** – najbliższe posiedzenie 6–7.10.2026.

Wniosek końcowy

Cyfrowy Polsat wygląda atrakcyjnie przy cenie ok. 14,5–15,5 zł lub niższej, pod warunkiem że rdzeń telekomunikacyjno-medialny utrzyma wzrost EBITDA skoryg. o ok. 1,5–3% rocznie, dług netto/EBITDA będzie spadał, a refinansowanie w latach 2027–2028 nie podniesie istotnie kosztu długu (ok. 6,6%). Przy 16,30 zł płacisz mniej więcej wartość bazową – zysk wymaga pozytywnego zaskoczenia w strategii (sprzedaż części OZE lub nieruchomości z przeznaczeniem wpływów na dług i jasna ścieżka do dywidendy).

Zmiana na bardziej pozytywną ocenę: strategia z konkretną, datowaną redukcją długu poniżej 3,5x, zapowiedź powrotu do dywidendy, spadek stóp NBP.

Zmiana na negatywną ocenę: dalsze inwestycje kapitałochłonne poza telekomem, wzrost wskaźnika zadłużenia, droższe refinansowanie, transakcje z podmiotami powiązanymi niekorzystne dla mniejszościowych akcjonariuszy.

Fakt / prognoza / największa niepewność

Obszar	Fakt (zweryfikowany)	Prognoza (niepewna)	Największa niepewność
Wyniki	I poł. 2026: przychody 7 329,7 mln zł (+2,9%), EBITDA skoryg. 1 700,4 mln zł (+4,1%), zysk netto j.d. 327,8 mln zł	Niski jednocyfrowy wzrost EBITDA w 2026 r. (zarząd)	Trwałość wzrostu ARPU przy kurczącej się bazie
Dług	Dług netto 12 272,8 mln zł; 4,06x (3,63x kowenantowy) na 30.06.2026	Spadek wskaźnika dzięki FCF i niższym odsetkom	Warunki refinansowania z 2028 r. i poziom stóp
Gotówka	Skoryg. FCF LTM blisko 1 mld zł (definicja spółki); CFO I poł. 1 553 mln zł	FCF 2026 „wysokie kilkaset mln zł" po odsetkach	Płatności za częstotliwości i koszty programu sieciowego
Energia	EBITDA OZE I poł. 164 mln zł; odpisy 2,72 mld zł w IV kw. 2025	ok. 350 mln zł EBITDA OZE w 2026 r.	Ceny energii, ograniczenia sieciowe, sens biznesu wodorowego
Właściciele	Prawomocna sukcesja; ugoda rodziny 10.09.2026	Stabilny ład po ugodzie	Poufne warunki ugody; transakcje z podmiotami powiązanymi
Wycena	Kurs 16,30 zł; EV/EBITDA ok. 6,7–7,1x; C/WK ok. 0,67–0,75	DCF bazowy ok. 17,5 zł (14,5–20 zł)	Wrażliwość wyceny na WACC przy wysokiej dźwigni

Źródła i zastrzeżenia

- Raporty okresowe i komunikaty Grupy Polsat Plus: grupapolsatplus.pl – Centrum wyników
- Prezentacja wyników za II kw. 2026: financial_results_gpp_2q26
- Sprawozdanie finansowe za 2025 r.: gpp_pl_fy2025.pdf
- Raport PSr 2026 (ESPI): parkiet.com – komunikat
- Karta spółki GPW: gpw.pl; kursy walut: NBP tabela A
- Omówienia wyników i wypowiedzi zarządu: PAP Biznes, Bankier.pl, Parkiet, Rzeczpospolita, StockWatch, Wirtualnemedia, Investing.com, Telix.pl.

Raport ma charakter wyłącznie informacyjny i edukacyjny i nie stanowi porady inwestycyjnej ani rekomendacji w rozumieniu przepisów prawa. Wyceny, scenariusze i poziomy cenowe są szacunkami obarczonymi dużą niepewnością i nie gwarantują przyszłych wyników. Nie zweryfikowano: mnożników konkurentów, progów kowenantów bankowych, średniej 200-sesyjnej, warunków finansowych umowy z Cellnex ani przyczyny spadku kursu z 18.09.2026. Przed decyzją sprawdź aktualny kurs i najnowsze komunikaty ESPI spółki.