



środa, 11 grudnia 2013 | aktualizacja raportu

TVN: kupuj (podwyższona)

TVN PW; TVN.WA | Media, Polska

Perspektywa dobrych wyników i dywidenda

TVN pozostaje naszym faworytem w grupie polskich spółek mediowych. Pomimo spadku rynku reklamy TV o 5,3% w ciągu 9M'13, oczyszczona EBITDA wzrosła R/R o 7,1%. Grupa zachowała power ratio na poziomie 1,6x w 3Q'13, pomimo redukcji kosztów programingu własnego i wprowadzeniu przez Polsat siedmiu nowych formatów do jesiennej ramówki. Podwyższamy prognozę rynku reklamowego z 3,0% i 4,1% w 2014r. i 2015r. do odpowiednio 3,7% i 4,5%, co wynika z: (1) wzrostu oczekiwań wobec dynamiki PKB w Polsce w kolejnych latach i (2) ożywienia na globalnym rynku reklamowym. Zwracamy uwagę, że naszym zdaniem rynek reklamy TV będzie zachowywać się lepiej niż szeroki rynek. Estymujemy wzrosty odpowiednio 4,9% i 5,8% w 2014r. i 2015 r., co wynika z (3) wzmocnienia pozycji negocjacyjnej grupy TVN (podobnie jak grupy Polsat) w sprzedaży czasu antenowego, (4) struktury rynku i związanym z nią prawdopodobnym wzrostem cen reklamy TV oraz (5) silnej pozycji TV w rynku reklamy w Polsce. Rosnący rynek wraz z efektywnością kosztową TVNu przełoży się na 619 mln PLN zysku EBITDA (vs. 588 konsensus Bloomberg) w 2014 r. Zwracamy także uwagę na nową ustawę medialną, zgodnie z którą obecny abonament RTV ma zastąpić opłata audiowizualna. Wprowadzenie opłaty jest dla nas kwestią czasu biorąc pod uwagę niestabilność finansową TVP i odmienny sposób finansowania mediów publicznych w Polsce vs. inne kraje (Polska pozostaje jedynym w EBU krajem z większościąowym finansowaniem mediów publicznych reklamą). Opłata, nawet bez ograniczenia ilości reklamy w mediach publicznych będzie w długim terminie wpierać nadawców komercyjnych ze względu na misyjny kontent TVP, który przełoży się na mniejsze zainteresowanie reklamodawców. Ponadto TVN jest jedyną w sektorze spółką, która naszym zdaniem wypłaci dywidendę w ciągu kolejnych dwóch lat. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do TVN, wystawiamy rekomendację kupuj z ceną docelową 17,90 PLN.

Refinansowanie długu, niski CAPEX i dywidenda

Dzięki refinansowaniu długu TVN będzie ponosić mniejsze o ok. 140 mln PLN rocznie koszty finansowe od 2014 r. Zmienia to perspektywę generowania gotówki w kolejnych latach. Do tej pory większość CFO była przeznaczana na obsługę długu. Od 2014 r. różnica pomiędzy CFO a wysokością odsetek będzie wynosić ponad 360 mln PLN w 2014 r. i będzie rosła w kolejnych latach. Zwracamy także uwagę na niski CAPEX grupy: 49,0 mln PLN w 2014 r. Dodatkowo, refinansowanie długu PTH (podmiotu kontrolującego TVN) implikuje dywidendę na poziomie 0,58 PLN w 2014 r. i 0,78 PLN w 2015 r., co przekłada się na yieldy: 3,9% i 5,3% odpowiednio.

Dobry wyniki oglądalności i dźwignia operacyjna

Kanał główny TVN ma czołową pozycję z 20% udziałem oglądalności (16-49 prime time, miasta), pomimo znacznego spadku kosztów programingu własnego oraz licencji w wyniku restrukturyzacji grupy (o ok. 8-10%). Dźwignię operacyjną szacujemy na poziomie 1,0x–1,1x, co przy wynikach nC+ i Onetu przełoży się na wyraźną poprawę raportowanej EBITDA.

(mln PLN)	2011	2012	2013P	2014P	2015P
Przychody	1 718,2	1 584,3	1 551,1	1 618,6	1 697,4
EBITDA	566,0	456,0	512,6	618,8	660,3
marża EBITDA	32,9%	28,8%	33,0%	38,2%	38,9%
EBIT	502,7	374,3	434,7	546,9	586,7
Zysk netto	-317,3	485,9	-105,9	347,6	385,8
DPS	0,04	0,10	0,64	0,59	0,80
P/E	32,2	15,3	-	16,0	14,3
P/CE	-20,3	9,1	-	12,3	11,2
P/BV	5,6	3,8	5,0	4,4	4,1
EV/EBITDA	13,8	15,5	14,2	11,5	10,6
DYield	0,3%	0,7%	4,3%	3,9%	5,3%

Cena bieżąca	15,00 PLN
Cena docelowa	17,90 PLN
Kapitalizacja	5 068 mln PLN
Free float	2 331 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	5,10 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Polish Television Holding B.V.	52,19%
Cadizin Trading & Investments	1,57%
ING OFE	8,10%
Aviva OFE	6,64%
OFE PZU	5,50%
Pozostali akcjonariusze	26,00%

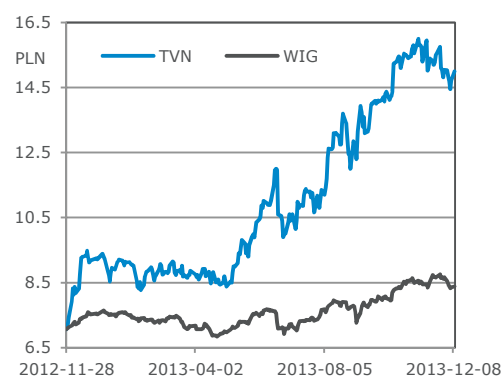
Strategia dotycząca sektora

Reklama jest branżą późnocykliczną powiązaną ze wzrostem PKB i inwestycji. Spółki z sektora charakteryzuje wysoka dźwignia operacyjna. Pomimo obecnego spowolnienia wzrostu PKB i dalszego braku ożywienia w inwestycjach, jesteśmy optymistyczni co do wzrostu wydatków reklamowych w długim okresie, które w Polsce w relacji do PKB i *per capita* są istotnie niższe niż w UE15.

Profil spółki

Grupa TVN jest jednym z nadawców telewizyjnych w Polsce. Oglądalność kanałów Grupy wyniosła 21,0% w 3Q'13 (w tym kanał główny na poziomie 13,3%), a udział w rynku reklamy TV 34,5%. TVN posiada też 25% udziału w Onecie, największym portalu horyzontalnym w Polsce oraz 32% udziału w nC+, drugim co do wielkości w kraju operatorze płatnej telewizji.

Kurs akcji TVN na tle WIG



Analitik:

Paweł Szpigił
+48 22 697 49 64
pawel.szpigił@mdm.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące TVN

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2013-06-14	2013-09-09
kurs z dnia rekomendacji	10,89	13,15
WIG w dniu rekomendacji	48152,82	46717,04

Michał Marczak

członek zarządu

tel. +48 22 697 47 38

michal.marczak@mdm.pl

strategia, telekomunikacja, surowce, metale

Departament analiz:**Kamil Kliszczy**

wicedyrektor

tel. +48 22 697 47 06

kamil.kliscz@mdm.pl

paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski

tel. +48 22 697 47 37

michal.konarski@mdm.pl

banki

Jakub Szkopek

tel. +48 22 697 47 40

jakub.szkopek@mdm.pl

przemysł

Paweł Szpigel

tel. +48 22 697 49 64

pawel.szpigel@mdm.pl

media, IT

Piotr Zybala

tel. +48 22 697 47 01

piotr.zybala@mdm.pl

budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:**Piotr Dudziński**

dyrektor

tel. +48 22 697 48 22

piotr.dudzinski@mdm.pl**Marzena Łempicka-Wilim**

wicedyrektor

tel. +48 22 697 48 95

marzena.lempicka@mdm.pl**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:****Matthias Falkiewicz**

tel. +48 22 697 48 47

matthias.falkiewicz@mdm.pl**Dom Maklerski mBanku S.A.**

ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa

www.mDomMaklerski.pl**Maklerzy:****Krzysztof Bodek**

tel. +48 22 697 48 89

krzysztof.bodek@mdm.pl**Michał Jakubowski**

tel. +48 22 697 47 44

michal.jakubowski@mdm.pl**Tomasz Jakubiec**

tel. +48 22 697 47 31

tomasz.jakubiec@mdm.pl**Szymon Kubka**

tel. +48 22 697 48 16

szymon.kubka@mdm.pl**Anna Łagowska**

tel. +48 22 697 48 25

anna.lagowska@mdm.pl**Paweł Majewski**

tel. +48 22 697 49 68

pawel.majewski@mdm.pl**Adam Mizera**

tel. +48 22 697 48 76

adam.mizera@mdm.pl**Adam Prokop**

tel. +48 22 697 47 90

adam.prokop@mdm.pl**Michał Roźmiej**

tel. +48 22 697 49 85

michal.rozmiej@mdm.pl**Zespół Prywatnego Maklera:****Jarosław Banasiak**

dyrektor biura aktywnej sprzedaży

tel. +48 22 697 48 70

jaroslaw.banasiak@mdm.pl