

wtorek, 27 stycznia 2015 | komentarz specjalny

TVN – prognoza wyników za 4Q 2014

Rekomendacja: akumuluj | cena docelowa: 19,00 PLN | cena bieżąca: 17,30 PLN

TVN PW; TVN.WA | Media, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigel +48 22 438 24 06

Pomimo braku sukcesów na linii przychody z reklamy, TVN zaraportuje w 4Q'14 wzrost linii EBITDA (bez wpływu jednostek stowarzyszonych) na poziomie 9% R/R dzięki rozsądnej polityce kosztowej, co przy obecnym poziomie kursu giełdowego powinno być odebrane lekko pozytywnie. Sentyment wokół watorów TVN wspierają informacje o potencjalnej sprzedaży pakietu większościowego TVN (53,8% po umorzeniu 12,5 mln akcji skupionych przez TVN w ciągu 2014 r.) Wśród 12 zainteresowanych pakietem kontrolnym TVN obecni są: Time Warner, Discovery Communications, 21st Century Fox i Ringer Axel Springer. Prawdopodobieństwo zakupu przez któryś z podmiotów jest naszym zdaniem duże. Dla Time Warnera, właściciela biblioteki filmowej Warner Bros i stacji telewizyjnych HBO i CNN, główne synergie pochodzą z obszernej bazy kontentu. Ponadto, Time Warner jest już obecny w regionie, kontroluje CME – właściciela stacji telewizyjnych obecnych w sześciu państwach Europy Środkowo-Wschodniej. Wejście do Polski z niemal duopolistycznym kształtem rynku reklamy telewizyjnej i poprawiającymi się warunkami makroekonomicznymi jest ciekawym posunięciem. Z kolei Axel Springer po nabyciu TVN byłby graczem w polskich mediach, kontrolując lidera polskiej reklamy telewizyjnej i internetowej (Onet). Kolejnymi elementami wsparcia sentymentu są: (1) możliwe refinansowanie obligacji Senior Notes 7,875% oraz (2) wzrosty europejskich spółek mediowych. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

W 4Q'14 rynek reklamy TV powinien być na wysokim jednocyfrowym plusie. Na tym tle TVN może wypaść nieco słabiej niż rynek ze względu na gorsze w stosunku do konkurencji wyniki oglądalności grupy w okresie październik-grudzień 2014 oraz dalsze spadki oglądalności anteny głównej R/R. Przychody z emisji reklam szacujemy na 345,0 mln PLN (+6% R/R). Wzrostów spodziewamy się także na przychodach ze sponsoringu (53 mln PLN, +6% R/R). Bazę kosztową szacujemy na 329 mln PLN (vs. 317 mln PLN w 4Q'13). Wzrost bazy kosztowej jest wynikiem większych o 7% R/R kosztów programingu własnego (szacujemy 148 mln PLN w 4Q'14 vs. 138 mln PLN rok wcześniej). Oczyszczona o wyniki jednostek stowarzyszonych EBITDA wyniesie 171,8 mln PLN (+8,6% R/R). Wpływ jednostek stowarzyszonych estymujemy na -7,0 mln PLN, przez stratę netto nC+ zniwelowaną nieco przez 8,0 mln PLN zysku z Onetu. Koszty finansowe uwzględniając jednorazowe zdarzenia (jak wykup obligacji) oraz 49,0 mln PLN różnic kursowych prognozujemy na 102,8 mln PLN. Ostatecznie zysk netto dla jednostki dominującej wyniesie 45,0 mln PLN.

Skonsolidowane wyniki kwartalne TVN

(mIn PLN)	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13*	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14P
Przychody	343,1	440,5	309,9	461,0	351,8	432,5	328,5	484,7
EBIT	76,6	137,3	64,9	98,4	78,7	165,5	71,6	148,8
EBITDA	98,0	157,4	82,6	114,4	95,8	182,5	90,2	164,8
marża	28,6%	35,7%	26,6%	24,8%	27,2%	42,2%	27,5%	34,0%
Działalność finansowa	-142,6	-176,9	-239,0	-8,4	-76,4	-40,7	-57,9	-102,8
Zysk brutto	-66,0	-39,6	-174,2	90,1	2,3	124,8	13,7	46,0
Zysk netto	-43,8	-29,9	-169,8	125,8	11,2	115,1	15,3	45,0
EBIT (bez jednostek stowarzyszonych)	63,7	150,9	66,1	142,2	69,9	150,3	65,5	155,8
EBITDA (bez jednostek stowarzyszonych)	85,1	171,0	83,8	158,1	87,0	167,3	84,1	171,8
marża	24,8%	38,8%	27,0%	34,3%	24,7%	38,7%	25,6%	35,5%

Źródło: TVN, szacunki Domu Maklerskiego mBanku; *oczyszczone o 80,0 mln PLN odpisu wartości udziału w Onet Holding

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:

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 stanowił 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

Komentarz 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 emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Miesko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Miesko, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergracoin Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Miesko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, RBI, Robygy, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sokółów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal, Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Polwax. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP S.A.).

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 lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, 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 branżą; 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.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 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, CFA, PRM
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