

23 lutego 2011

Komentarz specjalny

**Media**

Polska

TVN

TVNN. WA; TVN PW

Akumuluj

(Niezmieniona)

Piotr Grzybowski
(48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl

'N' źródłem negatywnego zaskoczenia

Obecna cena: 16,40 PLN; Cena docelowa: 18,10 PLN

Wyniki TVN w czwartym kwartale okazały się, na skutek pojawienia się kosztów restrukturyzacyjnych w 'n', nominalnie słabsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu. Z uwagi na jednorazowy charakter powyższego obciążenia wyniku, a także uwzględniając dynamiczniejszy od naszych oczekiwań wzrost przychodów reklamowych Grupy publikację odbieramy jednak neutralnie. Ponad 7,3% wzrost przychodów z reklamy w okresie, gdy większość obserwatorów spodziewała się znaczącego ochłodzenia dynamiki wydatków reklamowych w Polsce stanowi naszym zdaniem dobry prognostyk zarówno dla 1Q2011 jak i całego 2011 roku. Zarząd spółki spodziewa się w tym roku wysokiego jednocyfrowego wzrostu całego rynku reklamy, co jest zgodne z naszymi modelowymi założeniami (+7,5% r/r). Uważamy, że mimo oczekiwanego przez nas rosnącego kosztu programingu w segmencie telewizyjnym wzrost wpływów reklamowych pozwoli na dalszą poprawę wyników segmentu TV. Z uwagi na zbieżność skorygowanych wyników 4Q2010 z naszymi oczekiwaniami nie widzimy podstaw do zmian naszych dotychczasowych prognoz wyników. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki 4Q2010

Wyniki TVN za czwarty kwartał 2010 roku okazały się słabsze od naszych oczekiwań, przy czym rozczarowujące okazały się przede wszystkim wyniki osiągnięte przez segment płatnej telewizji. Przychody były bardzo zbliżone do naszych prognoz i wyniosły 753,3 mln PLN. Pozytywną niespodzianką jest przy tym dynamika przychodów reklamowych, która wyniosła 7,3% wobec zakładanych przez nas 5,4% (455,2 mln PLN przychodów reklamowych vs. prognozowane 447,0 mln PLN).

W rozbiciu na poszczególne grupy kosztowe wyraźny jest duży skok kosztów związanych z programowaniem. Nakłady z tego tytułu (uwzględniające również koszty licencji w platformie 'n') wzrosły do 317,6 mln PLN wobec 277,0 mln PLN naszej prognozy i 250,5 mln PLN przed rokiem. Jest to trend, który zgodnie z naszymi тезami z raportu z 16 lutego powinien utrzymać się również w kolejnych latach i wynika z rosnącej konkurencji ze strony obcych stacji tematycznych. Znacząco wyższa od naszych oczekiwań okazała się też amortyzacja (68,3 mln PLN, przy 59,0 mln PLN prognozy). Niższe natomiast okazały się nakłady na marketing, które sięgnęły 31,2 mln PLN (vs. 44,4 mln PLN prognozy).

W ujęciu segmentowym, jak wspomnieliśmy na samym początku bardzo słabo spisała się platforma 'n', która zanotowała aż 53,9 mln PLN straty EBITDA, tj. zaledwie 5,5 mln PLN mniej niż przed rokiem i o 19 mln PLN więcej niż zakładaliśmy w naszych prognozach. Przyczyną słabych wyników 'n' jest częściowo jednorazowy koszt restrukturyzacji usługi VOD wynoszący 18 mln PLN. W ramach biblioteki programowej VOD doszło do identyfikacji części kontentu, który nie gwarantował w przyszłości osiągnięcia rentowności i TVN zdecydował się na uiszczenie części umownych minimalnych opłat licencyjnych i zerwanie współpracy z dostawcami tego kontentu. Wpływ na wyniki platformy w czwartym kwartale miało też opóźnienie części kosztów pomiędzy 3 i 4 kwartałem 2010 roku (bardzo wysoki zysk EBITDA w 3Q2010), jednak zostało to uwzględnione w naszych prognozach. Pod względem rozwoju bazy abonenckiej platformie udało się osiągnąć cel wyznaczony przez Zarząd (800 tys. abonentów) i powiększyła swoją bazę do 804 tys. użytkowników. Kwartałne ARPU sięgnęło przy tym 60,2 PLN, co jest wynikiem tylko nieznacznie gorszym niż w 3Q2010 mimo charakterystycznego dla czwartego kwartału rozwodnienia średniego przychodu przez promocje.

Wskaźniki finansowe TVN w 4Q2010 vs. prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	4Q2010	4Q2009	zmiana	4Q2010P	różnica	konsensus	różnica	2010P	2009	zmiana
Przychody	753,5	680,4	10,7%	750,3	0,4%	759,3	-10,4%	2493,8	2123,4	17,4%
EBITDA	185,3	354,0	-47,7%	208,0	-10,9%	220,1	-15,8%	610,7	794,8	-23,2%
marża	24,6%	52,0%	-	27,7%	-	29,0%	-	24,5%	37,4%	-
EBIT	117,0	302,8	-61,4%	149,0	-21,5%	161,5	-27,6%	363,8	612,1	-40,6%
Zysk brutto	40,4	204,2	-80,2%	81,2	-50,3%			118,0	380,8	-69,0%
Zysk netto	15,8	242,7	-93,5%	68,9	-77,1%	59,9	-73,6%	42,5	420,8	-89,9%

Źródło: TVN, PAP, szacunki DI BRE Banku SA

Pozytywnie oceniamy wyniki osiągnięte przez segment online, który wypracował 75,3 mln PLN przychodów i 24,6 mln PLN zysku EBITDA. Marża EBITDA okazała się słabsza od ubiegłorocznej, jednak należy pamiętać, że 37% wypracowane w 4Q2009 było nadzwyczajnym dobrym wynikiem.

W segmencie telewizyjnym mimo wzrostu przychodów (+7,7% r/r) wzrost wyniku EBITDA okazał się zgodny z naszymi oczekiwaniami znacznie mniejszy (+1,4% r/r do 228,3 mln PLN). Jest to spowodowane przede wszystkim zwiększonymi nakładami na jesień ramówkę. Wzrost nakładów dotyczy przede wszystkim głównej stacji, gdzie koszty wzrosły w ujęciu r/r aż o 39 mln PLN. W tym samym czasie koszty stacji tematycznych spadły o 6 mln PLN. Wyraźna tendencja wzrostu znaczenia stacji tematycznych TVN jest również widoczna w generowanych przychodach, które w przypadku kanałów tematycznych wzrosły o 9,9%, a w kanale głównym jedynie o 7%. W konsekwencji EBITDA w części tematycznej wzrosła o 53,8% do 47,8 mln PLN, podczas gdy EBITDA głównego kanału spadła o 6,9% do 180,5 mln PLN.

Saldo na działalności finansowej wyniosło -76,6 mln PLN wobec -67,9 mln PLN naszych oczekiwań, przy czym odchylenie jest spowodowane większymi od oczekiwanych różnicami kursowymi z przeszacowania biblioteki programowej. Na wysokość salda zgodnie z oczekiwaniami negatywnie przełożył się koszt premii za przedterminowy wykup długu w wysokości 7,2 mln PLN.

Podsumowując wyniki odnotowane przez TVN oceniamy neutralnie. Pomijając zaksięgowane wydarzenie jednorazowe w platformie 'n' rezultaty nie różnią się w sposób istotny od naszych prognoz. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami nastąpił efekt wzbogacenia ramówki, który nie pozwolił na istotną poprawę wyników segmentu telewizyjnego mimo wzrostu przychodów reklamowych. Z drugiej jednak strony czwarty kwartał nie okazał się tak słaby dla segmentu telewizyjnego pod względem przychodów reklamowych jak zapowiadały na jego początku stacje telewizyjne (ostatecznie 5,3% wzrostu przychodów w całym segmencie i 6,3% wzrostu w samej Grupie TVN). Stanowi to naszym zdaniem pozytywny prognostyk przed pierwszym kwartałem i ogólnie całym 2011 rokiem. Spodziewamy się, że w 2011 roku utrzyma się presja na wzrost nakładów na programing, jednak dzięki dynamiczniejszemu wzrostowi przychodów z reklamy segment telewizyjny kontynuować będzie poprawę wyników.

Rekomendacja Zarządu w sprawie dywidendy

Na konferencji wynikowej Zarząd zapowiedział rekomendowanie Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy dywidendy w wysokości 0,04 PLN na akcję, co jest zbieżne z wcześniejszymi zapowiedziami kierownictwa spółki, że do momentu samodzielności finansowej przez platformę 'n' wypłata z zysku netto będzie bliska dolnej granicy pułapu wyznaczonego przez politykę dywidendową (30-50%). Zaakceptowanie dywidendy w powyższej wysokości przez WZA przekładać się będzie na 0,2% rentowności dywidendowej.

Oczekiwania Zarządu na 2011 rok

Zarząd TVN podał również swoje założenia dotyczące 2011 roku w odniesieniu do poszczególnych segmentów swojej działalności. W segmencie telewizyjnym rynku reklamy kierownictwo spółki spodziewa się wysokiego jednocyfrowego wzrostu wartości. Segment online ma powiększyć swoją wartość o kilkanaście procent. Z kolei w platformie 'n' Zarząd oczekuje osiągnięcia na koniec roku liczby 900 tys. abonentów usług post paidowych oraz 100 tys. klientów Telewizji na Kartę w standardzie HD. Nasze prognozy są zbliżone do oczekiwań Zarządu w odniesieniu do segmentu nadawania telewizyjnego i segmentu online oraz nieco bardziej konserwatywne w przypadku segmentu płatnej telewizji. Zakładamy wzrost segmentu telewizyjnego w 2011 roku o 8%. Oraz wzrost segmentu online o 20%. W odniesieniu do platformy 'n' oczekujemy zakończenia bieżącego roku z bazą abonencką wynoszącą 874 tys. użytkowników.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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 Inwestycyjnego BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku 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.

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.

DI BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, 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 DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Rubikon Partners NFI, Assec Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondy, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sflinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

Assec Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku 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 DI BRE Banku 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.