

13 maja 2011

Komentarz specjalny

Media
Polska

TVN

TVNN. WA; TVN PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

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

Źle się dzieje w telewizji

Obecna cena: 16,75 PLN; Cena docelowa: 18,10 PLN

TVN mocno rozczarował strukturą osiągniętych wyników za pierwsze trzy miesiące 2011 roku. Wymogą one na nas, poważne zmiany w całorocznych założeniach dotyczących segmentu nadawania telewizyjnego oraz segmentu płatnej telewizji. Przewidujemy też istotne korekty w obecnym konsensusie prognoz, którego obecny poziom (774 mln PLN) wydaje się w tej chwili zdecydowanie poza zasięgiem spółki. Relatywna słabość TVN w segmencie telewizji (po raz pierwszy od wielu lat udział w telewizyjnych przychodach reklamowych spadł aż o 1,2 pp.) utrzyma się co najmniej przez następne dwa kwartały, czyli do wyczerpania impulsu w postaci poszerzonego zasięgu kanałów Telewizji Polsat. Ponadto wysoki churn w platformie cyfrowej 'n' (6,9% jedynie za pierwsze trzy miesiące roku) oraz wygenerowanie straty EBITDA znacząco zmniejsza szanse segmentu płatnej telewizji na osiągnięcie zakładanej przez Zarząd rentowności na poziomie EBITDA. W najbliższym czasie przedstawimy aktualizację raportu uwzględniającego skorygowane założenia dotyczące platformy 'n' i segmentu nadawania telewizyjnego.

Wyniki 1Q2011

Wyniki TVN za pierwszy kwartał 2011 roku okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie wyniku operacyjnego oraz nieznacznie słabsze na poziomie wyniku netto. Mimo zgodności opublikowanych rezultatów z oczekiwaniami na najistotniejszym dla analizy poziomie operacyjnym (poziom netto na skutek wpływu różnic kursowych oraz chwiejności kursu ma ograniczoną wartość poznawczą) ogólny obraz wyników należy odebrać jako pesymistyczny. Rozczarowujący jest przede wszystkim poziom wzrostu przychodów reklamowych, który w skali całej Grupy wyniósł zaledwie 0,9% r/r. Słabo w tym obszarze spisał się segment nadawania telewizyjnego, gdzie na okresową słabość rynku reklamy w pierwszym kwartale dodatkowo nałożył się wzrost konkurencji spowodowany poszerzeniem zasięgu przez kanały Polsatu (wejście do dystrybucji przez Cyfrę Plus i Multimedia) i związany z tym odpływ reklamodawców ze stacji Grupy TVN do stacji polsatowskich. W konsekwencji przy mizernym 1,5% segmentu telewizji segment telewizyjny w ramach TVN zanotował 2,5% spadku wpływów reklamowych.

Wskaźniki finansowe TVN w 1Q2011 vs. prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	1Q2011	1Q2010	zmiana	1Q2011P	różnica	konsensus	różnica	2011P	2010	zmiana
Przychody	582,4	548,4	6,2%	588,0	-1,0%	592,5	-7,4%	2 753,9	2 490,7	10,6%
EBITDA	116,5	98,1	18,8%	124,2	-6,2%	123,0	-5,3%	755,7	610,7	23,7%
marża	20,0%	17,9%	-	21,1%	-	20,8%	-	27,4%	24,5%	-
EBIT	52,7	40,0	31,5%	54,9	-4,1%	53,0	-0,7%	499,0	363,8	37,2%
Zysk brutto	-25,9	86,4	-129,9%	-12,6	-	-	-	324,5	118,3	174,4%
Zysk netto	-40,5	63,9	-163,3%	-29,1	-	-26,0	55,6%	280,8	42,8	556,2%

Źródło: TVN, PAP, szacunki DI BRE Banku SA

Nieco słabiej od oczekiwań spisał się też segment płatnej telewizji, który przy 176 mln PLN przychodów zanotował 2,1 mln PLN straty EBITDA (nasze prognozy zakładały odpowiednio 174 mln PLN i 2,5 mln PLN zysku EBITDA). Baza abonencka wzrosła w tym okresie o 25 tys. abonentów, co odczytujemy jako dobry wynik dający szansę na osiągnięcie zakładanego przez nas poziomu 900 tys. abonentów na koniec roku.

Jedynym segmentem, który zaskoczył pozytywnie i pozwolił na osiągnięcie konsensusowych prognoz był internet, którego EBITDA wzrosła o 42% do 19,5 mln PLN, a przychody o 12% (w tym 22% wzrostu przychodów gotówkowych z reklamy graficznej).

Przychody Grupy TVN w rozbiciu rodzajowym

(mln PLN)	1Q2011	1Q2010	zmiana
Przychody reklamowe	305,0	302,0	1,0%
Przychody ze sponsoringu	26,0	29,0	-10,3%
Audiotele&kontent	10,0	7,0	42,9%
Oplaty od użytkowników Internetu	4,0	6,0	-33,3%
Przychody od platform i kablówek	44,0	44,0	0,0%
Oplaty abonamentowe 'n'	164,0	127,0	29,1%
Pozostałe przychody	29,0	34,0	-14,7%

Źródło: TVN

Po stronie kosztowej w ujęciu rodzajowym zwraca uwagę wzrost kosztów kontentu (+12,0 mln PLN r/r vs. +7,5 mln PLN według naszej prognozy). Spółce udało się natomiast nieco zaoszczędzić na wynagrodzeniach (63,7 mln PLN - o około 5% mniej od naszych założeń, głównie na skutek niskich bonusów sprzedażowych związanych z niskim stopniem realizacji planów sprzedaży reklamy).

Saldo na działalności finansowej zamknęło się kwotą -78,5 mln PLN (vs. -67,5 mln PLN naszej prognozy), przy czym głównymi pozycjami były koszty odsetek od długu (81,3 mln PLN), koszty odsetek od walutowych kontraktów terminowych (10,3 mln PLN), dodatnie różnice kursowe netto (12,2 mln PLN). Przy 14,6 mln PLN obciążenia podatkowego przełożyło się to na 40,5 mln PLN straty netto.

Przychody i EBITDA TVN w 1Q2011 w ujęciu segmentowym

(mln PLN)	Przychody 1Q2011	EBITDA 1Q2011	marża	Przychody 1Q2010	EBITDA 1Q2010	marża
Segment telewizyjny	358,4	113,7	31,7%	348,6	129,1	37,0%
Nowe Media	58,3	19,5	33,5%	52,2	11,9	22,7%
Płatna Telewizja	176,1	-2,1	-1,2%	138,3	-25,1	-18,2%
Telezakup	12,3	0,4	3,1%	22,3	-0,2	-0,7%

Źródło: TVN

Implikacje wyników dla całorocznych oczekiwań — segment telewizyjny

Opublikowane wyniki stawiają pod dużym znakiem zapytania szansę na realizację przez spółkę całorocznych oczekiwań rynkowych, które w chwili obecnej kształtują się w odniesieniu do wyniku EBITDA na poziomie 773 mln PLN jak również do naszej prognozy na bieżący rok (755,7 mln PLN). Widoczny w pierwszych trzech miesiącach trend utraty udziałów rynkowych w rynku reklamowym na rzecz Polsatu najprawdopodobniej utrzyma się do końca trzeciego kwartału bieżącego roku (kanały Polsatu weszły na Cyfrę Plus z początkiem września 2010 roku, do Multimediów z początkiem roku). TVN może co prawda walczyć z tym trendem poprzez uatrakcyjnienie oferty programowej, jednak będzie się to wiązało z dodatkowymi kosztami i nie zagwarantuje sukcesu. Dlatego też uważamy, że w odróżnieniu od ostatnich lat TVN nie uda się w 2011 roku wzrosnąć pod względem przychodów reklamowych w tempie przekraczającym segment TV. Jednocześnie spodziewamy się dalszego wzrostu nakładów na ramówkę, które są konieczne do utrzymania pozycji konkurencyjnej nie tylko w relacji do Polsatu, ale również do zdobywających coraz większą widownię niezależnych od żadnej z głównych grup telewizyjnych w Polsce stacji tematycznych.

Implikacje wyników dla całorocznych oczekiwań — płatna telewizja

Pewne obawy w kontekście całorocznych oczekiwań wzbudza też wynik osiągnięty przez platformę cyfrową 'n'. Podtrzymanym celem Zarządu jest osiągnięcie w bieżącym roku przez segment telewizyjny rentowności EBITDA. Jednocześnie Zarząd oczekuje osiągnięcia przez platformę 900 tys. abonentów do końca roku. Z uwagi na sezonowość w branży z dużym prawdopodobieństwem należy założyć, że duża część przyrostu bazy abonenckiej, przypadnie na ostatni kwartał roku. Wiązać się to jednak będzie z poniesieniem istotnych strat związanych z kosztami pozyskania. Dlatego też należałoby oczekiwać, że przez pierwsze trzy kwartały 'n' notować będzie pozytywny wynik EBITDA, który pokryje straty z 4Q2011. Strata z pierwszego kwartału stawia taki scenariusz pod dużym znakiem zapytania. Zarząd TVN co prawda wspomina, że w czwartym kwartale w 'n' miało miejsce negatywne jednorazowe zdarzenie w postaci odpisu części bibliotek programowych na 18,0 mln PLN jednak należy pamiętać, że jednorazowe wydarzenia (tym razem pozytywne: wpływ na wynik na poziomie +15,0 mln PLN) miały miejsce również w drugim kwartale (odwrocenie z uwagi na renegotiację umów naliczonych w pierwszym kwartale opłat licencyjnych, zysk na sprzedaży spisanych wcześniej dekodów). Dlatego też 38,5 mln PLN straty EBITDA poniesione przez 'n' w okresie kwiecień-grudzień 2010 jest w przybliżeniu powtarzalną bazą odniesienia dla tegorocznej poprawy.

W obliczu bardzo dużego churnu w pierwszym kwartale (56 tys. odejść przy obecnej bazie abonentów przekłada się na 6,9% churnu tylko za pierwsze trzy miesiące roku) zniwelowanie tej straty wydaje nam się zbyt ambitnym celem.



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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczy@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

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

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

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@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

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: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

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

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, 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, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, 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, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

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

Asseco 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.