

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%

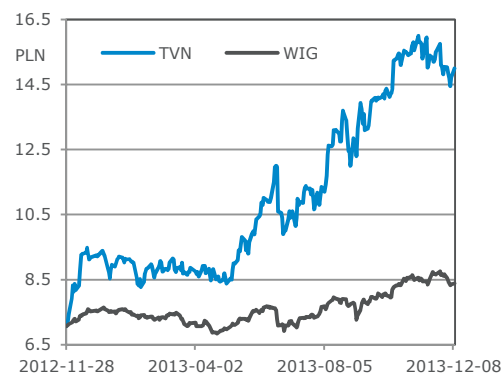
Strategia dotycząca sektora

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

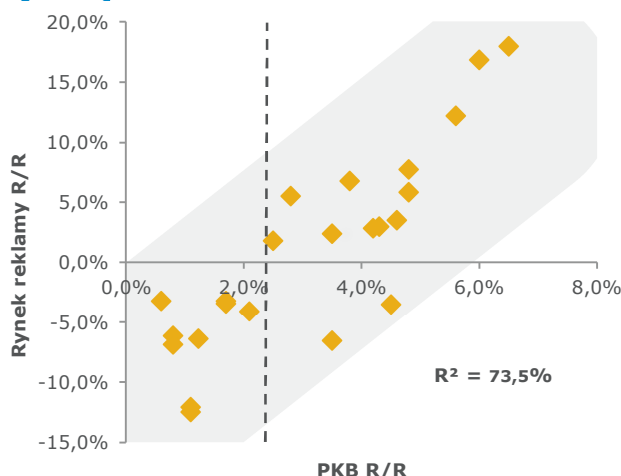
Rynek reklamy na ścieżce wzrostu

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 i (2) ożywienia na globalnym rynku reklamowym. Zwracamy uwagę, że naszym zdaniem rynek reklamy TV będzie zachowywać się lepiej niż szeroki rynek reklamy. 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 wysokim prawdopodobieństwem wzrostu cen reklamy TV oraz (5) silnej pozycji TV w rynku reklamy w Polsce.

Dynamika PKB

Dynamika rynku reklamy jest skorelowana z dynamiką PKB. Przeprowadziliśmy zależność dwóch zmiennych w okresie 1Q'08-3Q'13. Współczynnik determinacji na poziomie 73% wskazuje na silną zależność. Historycznie rynek reklamy notował dodatnią dynamikę w momencie wzrostu PKB o co najmniej 2,3%, co widoczne jest zwłaszcza w przypadku dużych wzrostów lub spadków PKB.

Korelacja dynamiki PKB i rynku reklamy w ciągu 1Q'08-3Q'13



Źródło: Cyfrowy Polsat, TVN, Starlink, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Zmiany w alokacji budżetów reklamowych światowych firm znajdują odzwierciedlenie w dynamice polskiej reklamy. Zwracamy uwagę, że w przypadku dwóch obserwacji rynek reklamy odbiegał od przestawionych założeń: w 4Q'09 oraz w 4Q'11. Zwracamy uwagę zwłaszcza na 4Q'11, kiedy sektor FMCG dokonał znacznych redukcji budżetów reklamowych, co wynikało ze strategicznych zmian w wydatkach na reklamę i dotyczyło zwłaszcza międzynarodowych korporacji. Prywatni nadawcy telewizyjni zareagowali wtedy obniżką cen czasu antenowego.

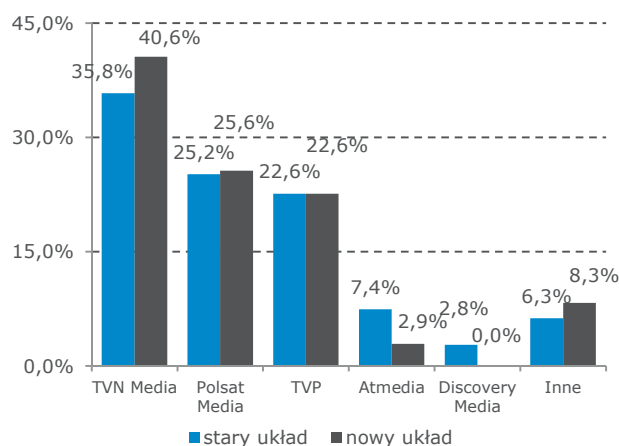
Światowa reklama ma szansę na wzrost

We wrześniu ZenithOptimedia podał prognozę globalnych wydatków na reklamę w 2013 r. na poziomie +3,5%. Podtrzymuje tym samym prognozę z czerwca. Zwracamy uwagę, że jest to pierwsza od czerwca 2012 roku prognoza wydatków w 2013 roku, która nie została obniżona. Na kolejne lata dom mediowy przewiduje +5,1% i +5,9% wzrostu globalnej reklamy w odpowiednio 2014 r. i 2015 r. Sądymy, że globalni gracze mogą alokować więcej środków na rynek polski biorąc pod uwagę rosnące prognozy makroekonomiczne, zwłaszcza w zakresie produktu krajowego i sprzedaży detalicznej.

Wzmocnienie pozycji negocjacyjnej

W ostatnich miesiącach liderem rynku oglądalności w grupie 16-49, na której planowane są kampanie reklamowe był TVN Media. Kanały brokera miały w październiku 35,8%. Na drugim miejscu znalazł się Polsat Media (25,2%). Trzecia była Telewizja Polska z wynikiem 22,6%, a czwarte – Atmedia z udziałem 7,4%. W listopadzie TVN Media nawiązała współpracę w ramach Premium TV z Discovery Networks. Od początku 2014 r. Premium TV będzie zarządzać sprzedażą czasu antenowego dla Discovery Channel, TLC, Animal Planet oraz kilku innych kanałów. TVN Media nawiązał także współpracę z FOX International Channels i będzie także od początku 2014r. oferować swoim klientom czas reklamowy kanałów FOX, FOX Life, National Geographic Channel i Nat Geo Wild. Odnosząc te zmiany do danych za październik br. udział TVN Media wzrósłby do 40,6%. Natomiast udział Atmedia wynosiłby 2,9% (bez danych Stopklatki TV, która ma rozpocząć nadawanie w lutym 2014r.).

Udział biur reklamy w październiku z uwzględnieniem zawartych umów



Źródło: wirtualnemedia.pl

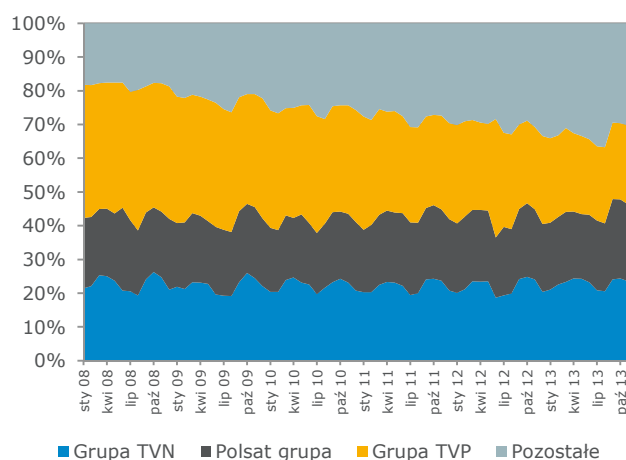
Naszym zdaniem skupienie większej oglądalności w rękach TVN Media korzystnie wpływa na pozycję negocjacyjną grupy TVN na rynku reklamy telewizyjnej. TVN jako podmiot związany z platformą nC+ (2,2 mln abonentów w 3Q'13) może zaoferować nowym stacjom lepszą ekspozycję na widza przez np. wyższe miejsce na listach kanałów, co sprzyja wzrostowi oglądalności (Atmedia mimo współpracy z UPC Polska ma zdecydowanie mniejsze możliwości w tym zakresie). Z powodu dużej skali TVN Media może zaoferować także lepsze warunki współpracy oraz obsługi mniejszym nadawcom.

Struktura rynku

Naszym zdaniem wzrost cen rynkowych reklamy TV w 2014 r. jest bardzo prawdopodobny. Nasze przekonanie wynika ze struktury rynku: stacje z kwartału na kwartał wyprowadzają prawie całość czasu reklamowego, rynek jest więc zrównoważony. Prosty rachunek ekonomiczny zakłada w sytuacji zwiększonego popytu wzrost cen rynkowych, o ile podaż czasu reklamowego nie zostanie zwiększona. Naszym zdaniem mimo że podaż czasu reklamowego będzie się zwiększać (przez pojawianie się nowych kanałów dostępnych bezpłatnie w DVBT) to pozycja grupy TVN na rynku nie jest zagrożona. Grupa odpowiedziała na trend rozdrabniającej się oglądalności zwiększając ilość kanałów tematycznych. Sukces komercyjny odniosły zwłaszcza TV7 i TTV, które zwiększyły oglądalność w listopadzie w grupie docelowej 16-49, całodobowo, pierwsze time o odpowiednio 1,3 p.p. i 0,8 p.p. w ciągu ostatnich dwóch lat. Sądymy też, że odpływ oglądalności ze stacji głównych do kanałów

tematycznych w przeważającej części się już odbył. Wprowadzanie kolejnych stacji do szerokiej w tym momencie oferty 18 kanałów powinno mieć ograniczony wpływ na oglądalność grupy kanałów TVN. Zwracamy także uwagę na duże nakłady inwestycyjne potrzebne do realizacji kontentu o wysokiej jakości. Grupa TVN wydaje rocznie ponad 450 mln PLN na programing własny i ponad 150 mln PLN na licencje. Na chwilę obecną nie widzimy poza grupą Polsat gracza, który mógłby zainwestować podobną kwotę w kontent. Sądzymy też, że dzisiejszy widz jest mniej skłonny do zmian przyzwyczajęń. O tym jak ciężko zmienić preferencje widzów świadczą wyniki listopadowej oglądalności: spadek oglądalności w listopadzie w grupie komercyjnej 16-49, miasta, prime time kanału głównego TVN był niższy niż spadek kanału głównego Polsatu pomimo wprowadzenia przez drugiego nadawcy siedmiu nowych formatów.

Oglądalność w grupie 16-49, cała doba



Źródło: Nielsen

Dalej argumentując wzrost cen, zwracamy uwagę że od dwóch lat ceny reklamy TV nie zostały istotnie podwyższone. Ponadto ceny te są niższe niż na rynkach państw ościennych (np. w Czechach i na Słowacji), co będzie miało znaczenie przy alokacji budżetów przez międzynarodowych graczy. Pierwsze oznaki wzmocnienia popytu upatrujemy w zmianie sprzedaży reklamy TV z cennika opartego na punktach ratingowych na cennik stały.

Model sprzedaży reklamy w grupie TVN

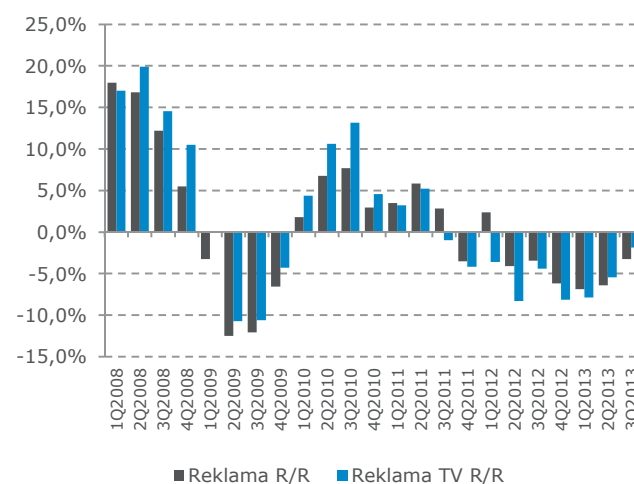
(mln PLN)	Q3 2011	Q3 2012	Q3 2013
Cennik stały	44%	39%	53%
Cennik oparty na punktach ratingowych	56%	61%	47%

Źródło: TVN

Reklama TV na tle rynku reklamy ogółem

W okresie 1Q'08 – 3Q'13 reklama TV zachowywała się lepiej niż szeroki rynek reklamy. Dotyczyło to zwłaszcza wzrostów na rynku reklamy ogółem: w okresie 2Q'08-4Q'08 oraz w okresie 1Q'10 – 4Q'10 dynamika reklamy TV była znacznie wyższa niż szerokiego rynku. W ostatnich dwóch kwartałach obserwujemy podobne trendy. Naszym zdaniem mogą zostać utrzymane biorąc pod uwagę prawdopodobne wzrosty cen reklamy TV oraz silną pozycję konkurencyjną grup TVN i Polsat w zakresie sprzedaży czasu antenowego stacji.

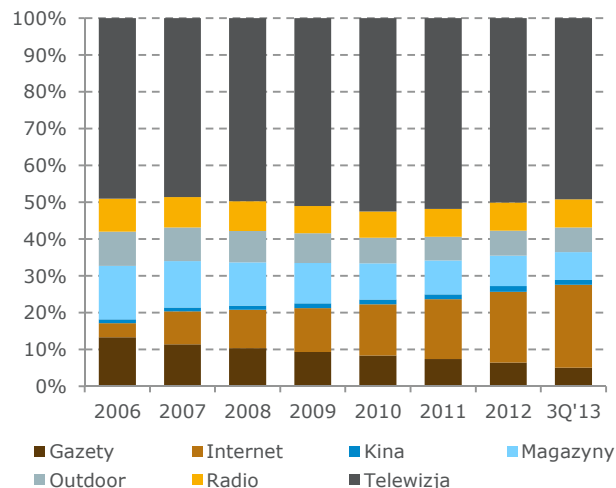
Dynamika reklamy TV na tle szerokiego rynku



Źródło: TVN, Cyfrowy Polsat, Agora, Starlink

Zwracamy uwagę także na silną pozycję telewizji w rynku reklamy. Telewizja utrzymała pozycję lidera z 49,2% udziałem w 9M'13. Udział ten od 2006 oscylował wokół 50%. Wysokie zainteresowanie Internetem przełożyło się na wysoką dynamikę udziału segmentu: z 3,8% w 2006 r. do 22,5% w 9M'13. Wzrost udziału odbył się głównie kosztem prasy i magazynów, które straciły łącznie 14,9 p.p. i w ciągu 9M'13 ich łączny udział w reklamie ogółem wyniósł 12,6%.

Udział poszczególnych segmentów w rynku reklamy



Źródło: TVN, Cyfrowy Polsat, Agora, Starlink

Opłata audiowizualna

Wpływ opłaty na TVN

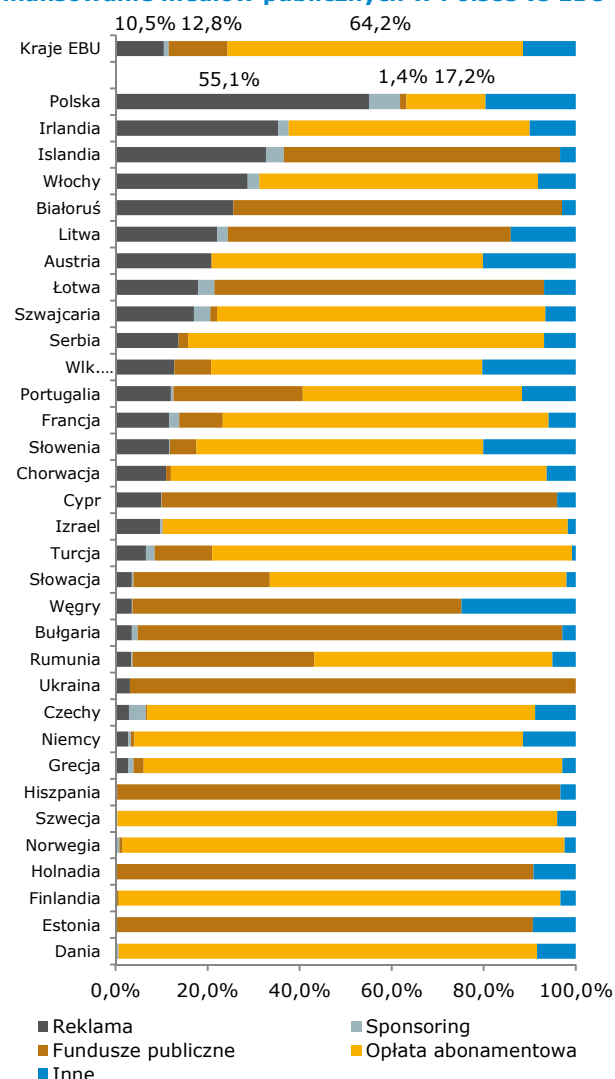
Ministerstwo Kultury i Dziedzictwa Narodowego jest w trakcie przygotowywania projektu nowej ustawy medialnej, zgodnie z którą obecny abonament RTV ma zastąpić opłata audiowizualna. Wysokość opłaty nie została ustalona, ale ma oscylować wokół 10-12 PLN miesięcznie od gospodarstwa domowego, co przełożyłoby się na kwotę 1,6 – 1,9 mld PLN rocznie, która zasiliłaby budżet mediów publicznych (zakładając 90% ściągalskość), co ponad trzykrotnie przewyższa wpływy z obowiązującego dzisiaj abonamentu RTV na poziomie 550 mln PLN. Udział TVP w reklamie TV wynosi 23,4% (3Q'13), co przekłada się na ok. 800 mln PLN wpływów rocznie. Wprowadzenie

powszechnej opłaty audiowizualnej zrekompensowałyby więc z nawiązką TVP zarówno obecne przychody z abonamentu RTV (na poziomie 254 mln PLN), jak i obrót na reklamie. Sądzymy, że wprowadzenie opłaty audiowizualnej będzie miało pozytywny wpływ na czołowych nadawców prywatnych: grupę TVN i Polsat, jednak wpływ na TVN będzie o wiele silniejszy. Istotnym elementem ustawy będzie ograniczenie ilości emitowanych reklam przez TVP. Brak ograniczenia wzmocniłoby pozycję mediów publicznych na rynku reklamowym w krótkim terminie. Jednak w dłuższej perspektywie uważamy, że czynnik ten będzie mieć drugorzędne znaczenie. Wynika to bezpośrednio z misyjnej funkcji, którą mają realizować media publiczne (tak motywuje się wprowadzenie samej opłaty). Według najbardziej prawdopodobnego scenariusza misyjne programy nie będą się cieszyć tak dużym powodzeniem jak kontent komercyjny. To przełoży się na spadek oglądalności kanałów TVP, co z kolei przełoży się na obniżenie się udziału TVP w rynku reklamy. Według ostatnich badań CBOSu pomysł wprowadzenia nowej opłaty krytykuje 54% ankietowanych, popiera do z kolei 40%. Naszym zdaniem wprowadzenie opłaty w ciągu najbliższych miesięcy jest wysoce prawdopodobne z/w na (1) przykłady innych państw, gdzie opłata licencyjna (odpowiednik opłaty audiowizualnej) jest głównym źródłem finansowania mediów publicznych oraz (2) niestabilny stan finansów TVP wynikający głównie ze spadających przychodów z abonamentów RTV. Kwestią otwartą pozostaje pobór opłaty w przypadku wprowadzenia. Dyskutowane są dwa sposoby: pierwszy zakłada, że dane osób zobowiązanych do dokonywania płatności byłyby ustalane w oparciu o gminną ewidencję podatkową nieruchomości. Drugi z wariantów zakłada dołączenie opłaty do rachunków na energię elektryczną. Mimo, że regulacje nałożą nowe obowiązki maksymalnie na 2,1%, czyli ok. 300 tys. gospodarstw domowych to jednak ściągalność opłaty uległaby istotnemu podwyższeniu

Opłata licencyjna zagranicą

Finansowanie mediów publicznych w Polsce różni się istotnie od modeli przyjętych w innych krajach europejskich. Polska jest jedynym krajem w Europie, w którym reklamy są głównym źródłem finansowania mediów publicznych. W 2011 r. reklamy stanowiły średnio 10,5% przychodu nadawców europejskich, co było poziomem ponad 5 krotnie niższym niż w przypadku Polski, gdzie reklama stanowiła 55,1% przychodów mediów publicznych. W większości krajów za główne źródło finansowania odpowiadają wpływy abonamentowe (średnio 64,2%) i fundusze publiczne (12,8%). W Polsce finansowanie publiczne i opłaty abonamentowe stanowią razem tylko 18,6% całości finansowania mediów publicznych.

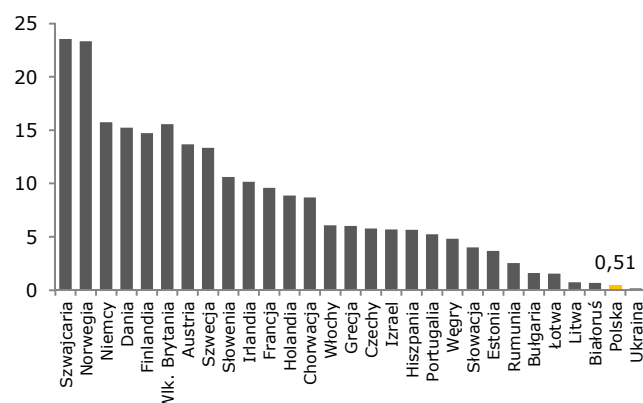
Finansowanie mediów publicznych w Polsce vs EBU



Źródło: EBU

Dysproporcje zauważyliśmy także w przychodach z abonamentu w przeliczeniu na gospodarstwo domowe. Mieszkańcy krajów członkowskich EBU płacą średnio 2,99 EUR na media publiczne miesięcznie. W Polsce – 0,51 EUR, co wynika z mniejszego poziomu opłaty, jak i z mniejszej ściągalności opłat. Problemem jest głównie sprawny pobór opłat abonamentowych. Ściągalność w Polsce szacujemy na ok. 13% (na podstawie danych za 2011). To bardzo niski poziom w porównaniu z Niemcami (88%), Francją (94%), Irlandią (76%), Włochami (66%). W części krajów opłata abonamentowa jest dołączana za rachunek za prąd przez co dociera do każdego gospodarstwa domowego.

Przychody z abonamentu na gospodarstwo domowe (EUR)

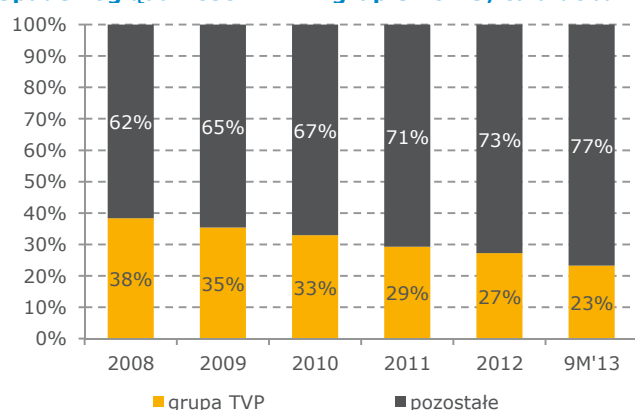


Źródło: EBU

Niestabilna sytuacja TVP

TVP SA odnotowała w 2012 r. stratę netto na poziomie 218,8 mln PLN. Było w dużej mierze związane z poniesieniem kosztów o charakterze jednorazowym związanym z transmisją z EURO 2012 oraz Igrzysk Olimpijskich w Londynie (na poziomie 205 mln PLN). Ponadto TVP ponosiła dodatkowe koszty podwójnej emisji w systemach analogowym i cyfrowym. Zysk EBITDA był na poziomie 63 mln PLN. Zwracamy uwagę, że pozytywna EBITDA wynika z wieloletniej restrukturyzacji. W 2012 r. koszty działalności operacyjnej zostały obniżone o 200 mln PLN w stosunku do 2011 r. W okresie czteroletnim zatrudnienie zostało obniżone o 1,2 tys. etatów, co przełożyło się na redukcję kosztów o 186 mln PLN. Sytuację finansową TVP określamy jako niestabilną. Po pierwsze w 2012 r. środki abonamentowe przekazane TVP stanowiły jedynie ok. 18% kosztów zadań misyjnych, co świadczy o tym, że TVP jest nadmiernie uzależniona od rynku reklamy. Po drugie grupa TVP traci udziały w oglądalności co przekłada się na udział grupy w rynku reklamy TV.

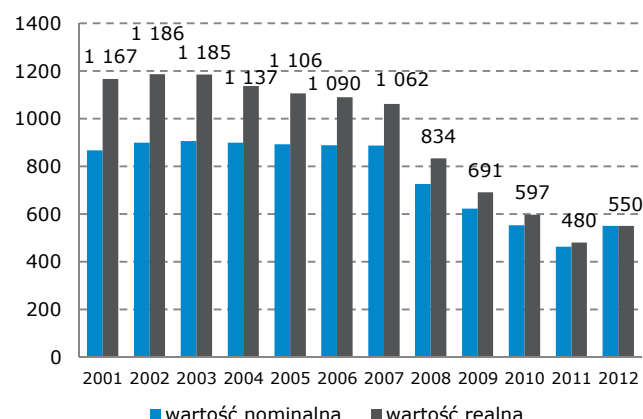
Spadek oglądalności TVP w grupie 16-49, cała doba



Źródło: Nielsen

Problemem TVP są także spadające wpływy z abonamentu RTV, co wynika zarówno ze spadku wpływów ogółem (spadek o 54% w 2012 vs. 2002), jak i z niższego udziału we wpływach (w ostatnich latach na niekorzyść TVP zmieniła się proporcja podziału środków publicznych z 60% w 2007 r. do 44% przypadających na TVP w roku 2012). Co prawda w 2012r. TVP odnotowało wzrost przychodów abonamentowych o 49 mln PLN do 254 mln PLN (+24% R/R), jednak są one mniejsze o 261 mln PLN w stosunku do tych z roku 2007.

Wpływy z abonamentu RTV



Źródło: Nielsen

W 2012 r. Dzięki poprawie ściągłości w drodze egzekucji administracyjnej w 2012r. nastąpił pierwszy od 11 lat realny wzrost R/R przychodów z abonamentu.

Dywidenda w 2014 r. w wysokości 0,58 PLN

W naszym ostatnim raporcie zwracaliśmy uwagę, że dywidenda w TVN jest uzależniona od potrzeb gotówkowych podmiotu kontrolującego grupę – Polish Television Holding (52,42% udziału). Obligacje Senior Secured Notes w wysokości 260 mln EUR ze zmiennym kuponem (na poziomie 11,25% w terminie 19 listopada 2010r. – 15 listopada 2014r., 13% w terminie 15 listopada 2014r. – 15 maja 2017r.) implikowały dywidendę na poziomie 0,82 PLN w 2014 w grupie TVN (PTH nie generuje gotówki, gdyż nie ma działalności operacyjnej). Zakładaliśmy, że refinansowanie PTH prawdopodobnie przełoży się na brak dywidendy w TVN za 2014 r. (co zapowiadał także Zarząd na lutowej konferencji). We wrześniu PTH wyemitował obligacje Payment in Kind Toggle Notes o wartości 300 mln EUR. Środki z emisji zostały przeznaczone na umorzenie dotychczasowych obligacji, zapłatę należnej premii z tytułu wcześniejszego ich wykupu, zapłatę naliczonych, ale niewypłaconych odsetek oraz pokrycie innych wydatków związanych z ofertą. Odsetki będą wypłacane co pół roku w wysokości 11,0% w skali roku w przypadku płatności w terminie lub 12,0% rocznie w przypadku odsetek odroczonej (odsetek PIK), począwszy od 15 stycznia 2014 r., a termin zapadalności obligacji przypadać będzie na 15 stycznia 2021 r. Zwracamy uwagę, że instrument PIK daje grupie TVN elastyczność w płaceniu dywidendy ze względu na możliwość odroczenia płatności odsetkowych. Naszym zdaniem bardziej prawdopodobne jest jednak regulowanie płatności w terminie przez PTH ze względu na wyższe koszty odroczonej płatności. Grupa ITI oraz Canal + (właściciele PTH) podjęliby naszym zdaniem relatywnie ryzykowną decyzję odraczając pierwsze płatności, a z drugiej strony posiadacze obligacji zapewne liczą na pierwsze kupony. Stąd przyjmujemy założenie o terminowym regulowaniu odsetek przez PTH w najbliższym czasie, co implikuje 0,58 PLN dywidendy w 2014 r. w grupie TVN.

Zależność odsetek PTH i dywidendy TVN

	XI'13	I'14	VII'14	I'15	VII'15
PTH oprocentowanie		11,00%	11,00%	11,00%	11,00%
PTH wypłacany kupon (mln PLN)		11,00	16,50	16,50	16,50
PTH stan gotówki (mln EUR)	20,07	9,07	0,72	0,96	1,19
TVN dywidenda na akcję (PLN)		0,00	0,19	0,39	0,39

Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, ITI

Zwracamy uwagę, że PTH w drugiej transzy dywidendy od TVN za 2012 r. ma środki do pokrycia pierwszej płatności odsetkowej. Na płatność lipcową i styczniową PTH potrzebuje ok. 106 mln PLN (tj. 25 mln EUR przy założeniu 4,2 EUR/PLN).

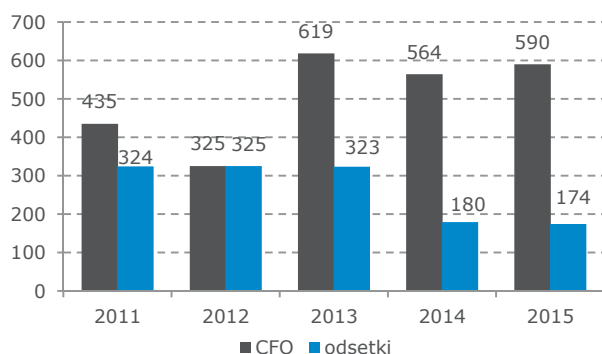
Dobra pozycja do generowania gotówki

Zwracamy uwagę na perspektywę wysokich przepływów pieniężnych w kolejnych latach, na co wpływ będą mieć: (1) dobre wyniki operacyjne, (2) wczesniowe refinansowanie długu TVN i (3) niski CAPEX.

Refinansowanie Senior Notes 2017

Grupa TVN przeprowadziła zgodnie z naszymi założeniami refinansowanie obligacji Senior Notes 2017. We wrześniu grupa wyemitowała obligacje o wartości 430 mln EUR. Obligacje posiadają stałe oprocentowanie w wysokości 7,375% w skali roku z odsetkami płatnymi w okresach półrocznych (15 czerwca oraz 15 grudnia) od dnia 15 grudnia 2013 r., ich terminem zapadalności jest 15 grudnia 2020 r. Obligacje mają wbudowaną opcję wcześniejszego wykupu. S&P przyznał rating B+ emisji obligacji Senior Notes. Dzięki refinansowaniu obligacji grupa TVN będzie ponosić rocznie mniejsze o ok. 140 mln PLN koszty finansowe od 2014 r. Zmienia to istotnie perspektywę generowania gotówki w kolejnych latach. Do tej pory większość wygenerowanego CFO była przeznaczana na obsługę długu. Od 2014 r. różnica pomiędzy CFO a wysokością odsetek będzie wynosić ponad 380 mln PLN w 2014 r. i rosnąć w kolejnych latach. Termin zapadalności w 2020 r. daje grupie większą elastyczność (TVN ma też 175 mln EUR obligacji zapadalnych w 2018 r.).

Płatności odsetkowe i CFO grupy TVN w latach 2011-2015*

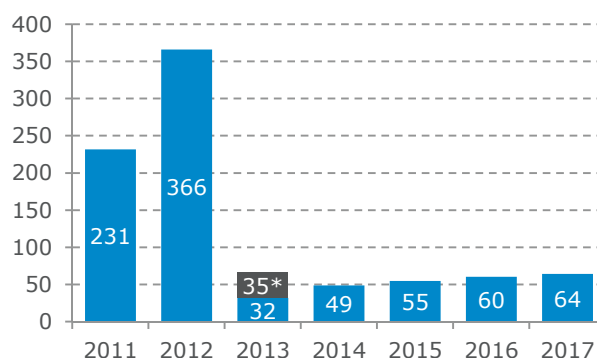


Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, TVN, *dane za 2013 bez uwzględnienia jednorazowych kosztów związanych z refinansowaniem SN'17

Niski CAPEX

W ostatnim raporcie założyliśmy, że po sprzedaży 'n' zapotrzebowanie na nakłady inwestycyjne uległo obniżeniu z ponad 200 mln PLN do poziomów 70-80 mln PLN w najbliższych latach. Sądzymy, że poziom nakładów może być jeszcze mniejszy. W ciągu 9M'13 grupa TVN poniosła CAPEX na poziomie 57,2 mln PLN (vs 166,2 mln PLN w 9M'12). Zwracamy jednak uwagę, że kwota za 9M'13 zawiera jednorazowy wydatek na VAT z tytułu zakupu budynku MBC w 2012r., który TVN uregulował w 1Q'13. Po oczyszczeniu CAPEX wynosi 22,2 mln PLN. Sądzymy, że poziom ten nie jest do utrzymania w dłuższym terminie. Grupa w trudnym 2013 r. zamroziła dużą część swoich wydatków. Jednak zwracamy uwagę, że stan aktywów operacyjnych jest dobry (TVN zakupił dużą część sprzętu do nadawania HD, zmodernizował studio TVN24 w ostatnich latach). W najbliższym czasie spodziewamy się inwestycji w oświetlenie, dodatkowe kamery. W 2014 r. jednorazowy wydatek będzie też poniesiony na licencję na nadawanie kanału głównego w wysokości ok. 10 mln PLN. Poziom CAPEXu na 2014 r. i 2015 r. szacujemy na 49,0 mln PLN i 54,7 mln PLN, co jest poziomem niższym niż średnie założenia rynkowe na poziomie odpowiednio 86 mln PLN i 90 mln PLN (Bloomberg).

CAPEX grupy TVN w latach 2012-2017



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, TVN, * jednorazowa płatność VAT związana z zakupem budynku MBC w 2012 r.

Wyniki za 3Q i dalsze perspektywy grupy

Wyniki za 3Q'13

W 3Q'13 przychody ze sprzedaży Grupy TVN spadły o 1 mln PLN (-0,3% R/R) i wyniosły 309,9 mln PLN, co było lekko powyżej naszej prognozy. Niższe R/R przychody z reklam TVN nadrobił dobrym wynikiem na sponsoringu (+26% R/R). Baza kosztowa z wyłączeniem jednostek stowarzyszonych wyniosła 243,5 mln PLN (vs. 243,8 mln PLN w 3Q'12). Zgodnie z naszymi prognozami, wyższe R/R były koszty wynagrodzeń oraz marketingu i badań. Grupa obniżyła nieco koszty produkcji własnej (-3,2% R/R), niższa była też amortyzacja licencji programowych (-11,1% R/R). Grupa poniosła jednorazowe koszty związane ze zmianą formuły kanału TVN CNBC na TVN24 BiS w wysokości 3,2 mln PLN. Skorygowana EBITDA w 3Q'13 wyniosła 91 mln PLN (z dywidendą z nC+ w wysokości 7 mln PLN). Udział w stracie jednostek stowarzyszonych wyniósł 1,9 mln PLN (strata na nC+ w kwocie 7,3 mln PLN i zysk na Onet w wysokości 5,4 mln PLN). Raportowana EBITDA spadła 2,5% R/R do 82,6 mln PLN (+15,6% konsensus, +27% nasza prognoza).

Skonsolidowane wyniki kwartalne TVN

(mln PLN)	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13
Przychody	310,9	456,7	343,1	440,5	309,9
Emisja reklam	213,0	332,0	236,1	309,7	205,8
Sponsoring	23,5	40,5	28,6	47,9	29,7
Inne	74,4	84,2	78,5	82,9	74,5
Koszty operacyjne	243,8	309,3	278,4	289,2	243,5
Programing własny	85,7	109,9	94,7	112,2	83,0
Licencje i koprodukcje	31,3	37,0	37,0	33,8	27,8
Wynagrodzenia	30,5	36,5	41,7	39,9	34,5
Amortyzacja	18,0	28,8	21,4	20,2	17,7
Nadawanie programów	18,2	18,4	17,8	16,6	15,8
Oplaty za prawa autorskie	9,5	15,6	11,0	14,4	9,5
Marketing i badania	9,4	8,1	8,7	8,2	13,3
Koszty wynajmu	10,3	10,6	7,6	8,2	6,4
Koszty sprzedanych towarów	5,6	9,7	6,9	7,4	7,8
Odpisy na należności	0,7	0,0	0,6	0,9	0,3
Pozostałe	24,7	34,6	31,0	27,6	27,4
Jednostki stowarzyszone	0,0	-9,3	12,9	-13,6	-1,2
Pozostałe koszty op.	-0,4	-28,4	-1,1	-0,4	-0,3
EBIT	66,7	109,7	76,6	137,3	64,9
marża	31,3%	33,1%	32,4%	44,3%	31,5%
EBITDA	84,7	138,5	98,0	157,4	82,6
marża	27,2%	30,3%	28,6%	35,7%	26,6%
EBIT oczyszczona	66,7	119,0	63,7	150,9	66,1
marża	21,5%	26,1%	18,6%	34,2%	21,3%
EBITDA oczyszczona	84,7	147,8	85,1	171,0	83,8
marża	27,2%	32,4%	24,8%	38,8%	27,0%
Przychody z odset.	5,4	3,6	4,9	3,5	3,6
Odsetki	-98,8	-91,0	-93,9	-96,9	-305,4
Różnice kursowe	80,5	9,6	-53,6	-83,5	62,8
Zysk brutto	53,7	31,9	-66,0	-39,6	-174,2
Podatek dochodowy	-4,8	277,1	20,1	7,5	2,8
Dział. Zaniechana	8,5	156,8	0,0	0,0	0,0
Udziały niekontr.	-4,5	-4,0	-2,1	-2,2	-1,6
Zysk netto	62,0	469,8	-43,8	-29,9	-169,8
marża	19,9%	102,9%	-	-	-

Źródło: TVN

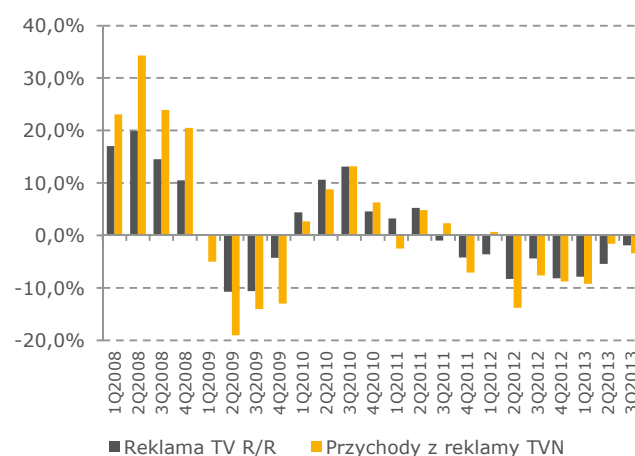
Wynik finansowy netto na poziomie -239 mln PLN (vs. 212 mln PLN nasza prognoza). Stąd zysk netto wyniósł

-169,8 mln PLN. Wskaźnik długu netto do skorygowanej EBITDA wzrósł do 4,4x, głównie w efekcie premii z tytułu wczesnego wykupu obligacji Senior Notes.

Perspektywy na kolejne okresy

Perspektywa wyników grupy TVN jest dobra, głównie ze względu na odbicie na rynku reklamy. Szacujemy wzrost rynku reklamy TV w 2014r. i 2015r. do odpowiednio 5,0% i 6,0%. Dynamikę przychodów reklamowych grupy TVN zakładamy na podobnym poziomie, jednak zwracamy uwagę, że historycznie grupa notowała wyższe dynamiki niż reklama TV. Związane jest to z pozycją TVN na rynku telewizyjnym. Grupa dostarcza content premium skierowany głównie do odbiorcy z większych miast, reklamując w większej mierze niż inni uczestnicy rynku produkty z elastycznym popytem.

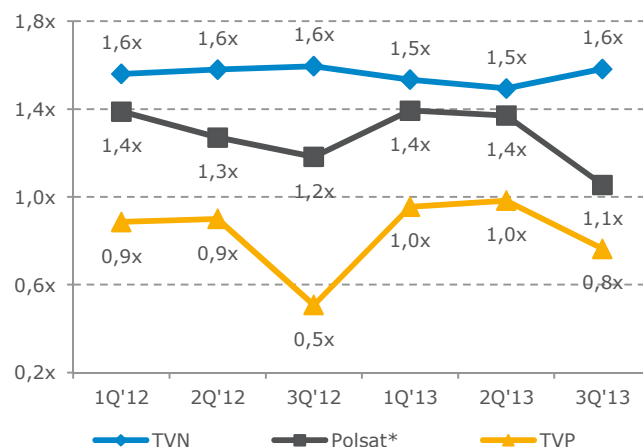
Przychody z reklamy TVN na tle rynku reklamy TV w okresie 1Q'08-3Q'13



Źródło: Starlink, TVN, Polsat, Agora

Zwracamy uwagę na power ratio grupy TVN (tj. na stosunek udziału w rynku reklamy TV do udziału w oglądalności, które pomimo znacznego spadku kosztów programingu własnego oraz licencji programowych w wyniku restrukturyzacji grupy o ok. 8-10% pozostało na najwyższym poziomie wśród grupy nadawców telewizyjnych wynoszącym ok. 1,5x - 1,6x.

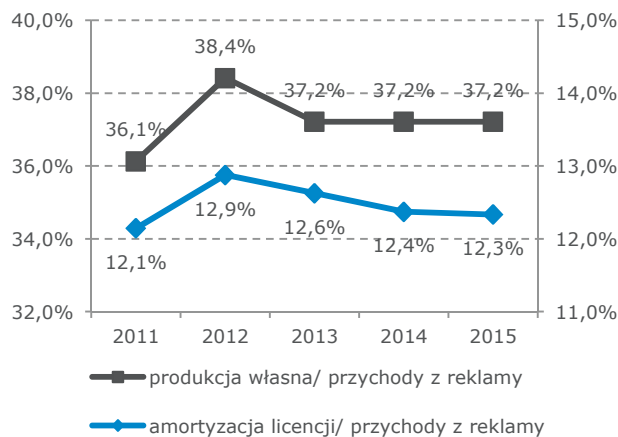
Power ratio czołowych nadawców w okresie 1Q'12-3Q'13



Źródło: TVN, Nielsen, *dla porównywalności oglądalność grupy Polsat zawiera TV4 i TV6

W 2014 r. zakładamy blisko dwukrotnie większy wzrost oczyszczonego zysku operacyjnego niż przychodów, co wynika z obniżenia stosunku kosztów programingu własnego i licencji programowych do przychodów reklamowych (do czego doszło w wyniku restrukturyzacji w 2012r.).

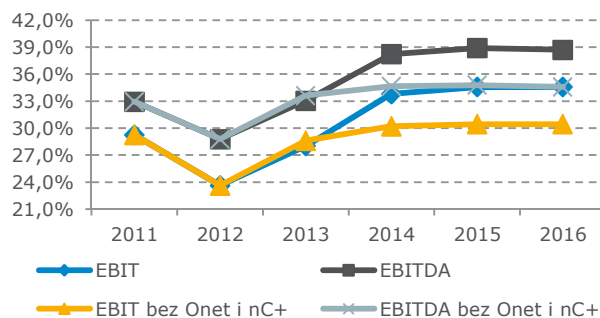
Koszty programingu a przychody z reklamy w grupie TVN



Źródło: TVN

W kolejnych latach zakładamy poziom dźwigni operacyjnej po restrukturyzacji grupy TVN wynosi ok. 1,0x – 1,1x, co naszym zdaniem jest konserwatywnym założeniem. Jeśli rynek nie wymagałby znacznych inwestycji w ramówkę grupy, popyt na reklamę przekładałby się na większą dynamikę zysku EBIT. Grupa utrzyma marżę oczyszczonego EBIT na poziomie 30%. Marża raportowanego EBIT wzrosła z 23,6% w 2012r. do 34,5% w 2016 r.

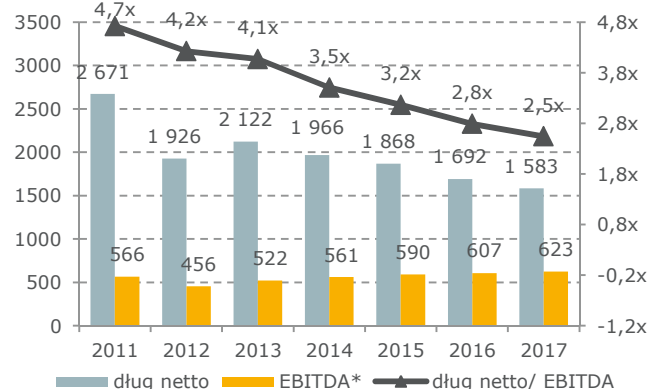
Koszty programingu a przychody z reklamy w grupie TVN



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, TVN

W wyniku częściowej sprzedaży platformy nC+ oraz platformy Onet w latach 2011-2013 zadłużenie netto grupy TVN obniżyło się pomimo spadku wyniku zysku EBITDA. Po dezinwestycji i restrukturyzacji kosztowej oraz w perspektywie poprawy na rynku reklamy zakładamy, że grupa obniży zadłużenie netto do bezpiecznego poziomu 2,5x w 2017 r., przy założeniu dywidendy na poziomie 0,58 PLN w 2014 r. i 0,78 PLN w latach następnych.

Dług netto/ EBITDA grupy TVN w latach 2011-2017



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, TVN

Wycena

Wartość Spółki TVN szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji TVN szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 17,90 PLN.

(HUF)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	16,4
Wycena DCF	50%	17,1
	cena wynikowa	16,7
	cena docelowa za 9 m-cy	17,90

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników TVN w okresie od 3Q'13 do 2021 roku.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 4,4%.
- Wyznaczamy tempo wzrostu FCF po okresie prognozy do poziomu 2,5%.
- W wycenie nie uwzględniono wartości opcji menedżerskich.
- W wycenie DCF używamy długu netto TVN na koniec 3Q'13 w wysokości 2,22 mld PLN.

- Wartość udziałów w jednostkach stowarzyszonych: nC+ i Onet wyceniamy razem na 964 mln PLN. Udział w Onecie szacujemy na 319 mln PLN, opierając wycenę na wartości portalu z transakcji częściowej sprzedaży do Axel Springer (na poziomie 1 275 mln PLN). Wycenę udziałów w 'nC+' skonstruowaliśmy na bazie prognozowanej przez nas EBITDA'15 podmiotu (486 mln PLN) i zysku netto'15 (186 mln PLN) oraz odpowiednich mnożników dla spółek porównywalnych do nC+ na rok 2015r. (7,1x EV/EBITDA; 14,9 P/E). Wartość nC+ estymujemy na 3,2 mln PLN. Estymowana przez nas EBITDA 'nC+' jest mniejsza od podanej przez Zarząd w zeszłym roku prognozowanej EBITDA = 550 mln PLN, co motywujemy konserwatywnym podejściem do rozwoju rynku DTH w Polsce oraz większymi niż zakładano odpływami klientów platformy. Ze względu na opcje sprzedaży posiadane przez Grupę TVN w 2015r., zapisy w umowach inwestycyjnych odnośnie wypłacania 75% należnego udziału w dywidendzie oraz wzajemne stosunki biznesowe obu podmiotów z Grupą TVN, nie zastosowaliśmy dyskont z tytułu braku płynności oraz braku kontroli.

Dodatkowe założenia

(mln PLN)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
EUR/PLN średni	4,18	3,98	3,93	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90
EUR/PLN koniec	4,00	3,95	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90
USD/PLN średni	3,19	3,16	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15
USD/PLN koniec	3,25	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15

Model DCF

(mln PLN)	4Q'13P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2021+
Przychody ze sprzedaży	457,6	1 619	1 697	1 754	1 812	1 868	1 925	1 980	2 034	
zmiana		4,3%	4,9%	3,3%	3,3%	3,1%	3,0%	2,9%	2,7%	
EBITDA oczyszczona	181,7	560,9	590,4	606,7	623,2	638,9	653,7	667,7	680,7	
marża EBITDA	39,7%	34,7%	34,8%	34,6%	34,4%	34,2%	34,0%	33,7%	33,5%	
Amortyzacja	18,7	71,9	73,6	72,7	69,9	68,9	69,4	71,2	74,3	
EBIT oczyszczony	163,0	489,0	516,8	534,0	553,3	570,0	584,4	596,5	606,4	
marża EBIT	35,6%	30,2%	30,4%	30,4%	30,5%	30,5%	30,4%	30,1%	29,8%	
Opodatkowanie EBIT	31,0	92,9	98,2	101,5	105,1	108,3	111,0	113,3	115,2	
NOPLAT	132,0	396,1	418,6	432,6	448,1	461,7	473,3	483,2	491,2	
CAPEX	-15,1	-48,6	-54,3	-59,6	-63,4	-67,3	-71,2	-75,2	-79,3	
Kapitał obrotowy	-39,5	4,7	-11,7	-5,2	-4,5	-3,9	-3,2	-2,4	-1,6	
FCF	96,1	424,1	426,2	440,4	450,1	459,4	468,3	476,7	484,5	496,7
WACC	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%
współczynnik dyskonta	99,8%	92,1%	85,0%	78,3%	72,2%	66,5%	61,2%	56,4%	51,8%	47,7%
PV FCF	95,9	390,6	362,06	344,9	325	305,6	286,8	268,7	251,1	4129

WACC	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%
Koszt długu	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Stopa wolna od ryzyka	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Premia za ryzyko	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	29,2%	27,7%	26,7%	24,9%	23,7%	22,3%	20,7%	18,8%	16,7%	16,7%
Koszt kapitału własnego	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy

2,5%

Wartość rezydualna (TV)

7966,1

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

4128,9

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

2630,7

Wartość firmy (EV)

6759,5

Dług netto (koniec 2012)

2222,7

Inne aktywa nieoperacyjne (udział w Onet i nC+)

1334,5

Udziałowcy mniejszościowi

0,0

Wartość opcji menedżerskich

0,0

Wartość firmy

5871,3

Liczba akcji (mln)

344,3

Wartość firmy na akcję (PLN)

17,1

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

7,0%

Cena docelowa

18,2

EV/EBITDA('13) dla ceny docelowej

13,2

P/E('13) dla ceny docelowej

-

Udział TV w EV

61%

Analiza wrażliwości

		Wzrost FCF w nieskończoności				
		2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
WACC +1,0p.p.	19,8	21,2	22,9	24,9	27,5	
WACC +0,5p.p.	18,4	19,6	21,0	22,7	24,8	
WACC	17,2	18,2	19,4	20,8	22,6	
WACC -0,5p.p.	16,2	17,0	18,1	19,3	20,7	
WACC -1,0p.p.	15,2	16,0	16,9	17,9	19,1	

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA oraz P/E dla zagranicznych spółek telewizyjnych na lata 2013-2015. Dla trzech okresów przyjmujemy równe wagi w ramach wyceny opartej o wskaźnik EV/EBITDA i 50% dla 2014 r. i 50% dla 2015 r. dla wyceny opartej o wskaźnik P/E ze względu na jednorazowe koszty poniesione przez grupę w 2013 r.,

które zaniżyły zysk netto. Ze względu na 32% udział w 'nC+' i 25% udział w Onecie wyniki EBITDA i zysk netto do wyceny są skorygowane o wyniki jednostek stowarzyszonych, a wartość (w sumie 1 438 mln PLN) została dodana do wyniku wyceny porównawczej. W wycenie porównawczej pomijamy wpływ zysków na różnicach kursowych.

Analiza porównawcza

		EV/EBITDA			P/E		
		2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P
Ctc Media Inc		6,9	6,7	6,3	12,0	12,3	11,4
M6-Metropole Television		6,1	5,9	5,6	15,6	14,4	13,4
Itv Plc		11,6	10,5	9,6	16,7	14,8	13,5
Rtl Group		11,4	10,9	10,3	18,8	18,4	17,3
Mediaset Spa		7,3	6,4	5,5	107,8	26,3	17,2
Prosieben Sat.1 Media Ag-Prf		12,2	11,4	10,7	18,8	16,8	15,2
Atresmedia Corp De Medios De		44,0	22,2	15,2	65,8	30,4	21,2
Modern Times Group-B Shs		12,8	10,9	9,6	16,4	13,7	11,9
Television Francaise (T.F.1)		8,8	9,0	7,3	19,9	20,6	15,4
Maksimum		44,0	22,2	15,2	107,8	30,4	21,2
Minimum		6,1	5,9	5,5	12,0	12,3	11,4
Mediana		11,4	10,5	9,6	18,8	16,8	15,2
TVN		14,2	11,5	10,6	-81,3	16,0	14,3
	premia / dyskonto	24,2%	9,6%	10,2%	-	-4,7%	-6,0%

Źródło: Bloomberg, szacunki własne Domu Maklerskiego mBanku

Rachunek wyników

(mln PLN)	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	1 718,2	1 584,3	1 551,1	1 618,6	1 697,4	1 754,1	1 811,6
zmiana	-10,8%	-7,8%	-2,1%	4,3%	4,9%	3,3%	3,3%
Przychody ze sprzedaży reklam	1 221,9	1 119,1	1 078,6	1 132,7	1 198,5	1 246,4	1 293,8
Inne przychody	496,3	465,1	472,6	485,9	498,9	507,7	517,8
Koszty operacyjne	1 213,3	1 172,5	1 105,5	1 128,3	1 179,4	1 218,8	1 257,0
amortyzacja licencji	148,4	144,1	136,4	140,0	147,7	153,6	159,4
koszty produkcji własnej	441,5	429,9	402,0	422,2	446,7	464,6	482,2
wynagrodzenia	160,2	156,0	154,5	161,4	168,7	176,3	184,2
koszty nadawania programów	55,2	69,3	66,7	61,9	62,9	64,4	66,3
amortyzacja	63,3	81,8	78,0	71,9	73,6	72,7	69,9
marketing i promocja	49,9	48,8	38,1	39,7	41,7	43,1	44,5
wynajem	40,5	41,4	28,6	27,2	28,0	28,9	29,7
opłata z tytułu praw autorskich	63,9	52,9	50,2	52,8	55,8	58,1	60,3
aktualizacja wartości należności	2,3	0,1	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
koszty sprzedanych towarów i usług	42,1	32,8	30,9	31,5	32,1	32,7	33,4
pozostałe	145,9	115,5	117,0	118,1	120,5	122,9	125,3
Pozostałe koszty operacyjne netto	2,2	37,5	-2,1	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	-8,9	57,9	69,9	72,3	74,8
EBIT	502,7	374,3	434,7	546,9	586,7	606,3	628,0
zmiana		-25,5%	16,1%	25,8%	7,3%	3,3%	3,6%
marża	29,3%	23,6%	28,0%	33,8%	34,6%	34,6%	34,7%
EBIT oczyszczony*	502,7	374,3	443,6	489,0	516,8	534,0	553,3
zmiana		-25,5%	18,5%	10,2%	5,7%	3,3%	3,6%
marża	29,3%	23,6%	28,6%	30,2%	30,4%	30,4%	30,5%
Wynik na działalności finansowej	-640,5	-106,6	-583,5	-141,2	-136,6	-159,4	-157,2
Zysk brutto	-137,8	267,7	-148,9	405,7	450,1	446,9	470,9
Podatek dochodowy	48,0	252,3	35,0	-66,1	-72,2	-71,2	-75,3
Zysk netto	-317,3	485,9	-105,9	347,6	385,8	383,7	403,6
zmiana		-253,1%	-121,8%	-428,3%	11,0%	-0,6%	5,2%
marża	-	30,7%	-	21,5%	22,7%	21,9%	22,3%
Amortyzacja	63,3	81,8	78,0	71,9	73,6	72,7	69,9
EBITDA	566,0	456,0	512,6	618,8	660,3	679,0	698,0
zmiana		-19,4%	12,4%	20,7%	6,7%	2,8%	2,8%
marża	32,9%	28,8%	33,0%	38,2%	38,9%	38,7%	38,5%
EBITDA oczyszczona*	566,0	456,0	521,6	560,9	590,4	606,7	623,2
zmiana		-19,4%	14,4%	7,5%	5,3%	2,8%	2,7%
marża	32,9%	28,8%	33,6%	34,7%	34,8%	34,6%	34,4%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	343,9	343,9	344,3	344,3	344,3	344,3	344,3
EPS	-0,92	1,41	-0,31	1,01	1,12	1,11	1,17
CEPS	-0,74	1,65	-0,08	1,22	1,33	1,33	1,38
ROAE	-34,4%	42,6%	-8,9%	31,8%	31,8%	29,2%	28,3%
ROAA	-6,2%	9,6%	-2,4%	8,6%	9,2%	9,0%	9,2%

* bez wpływu nC+ i Onet

Bilans

(mln PLN)	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
AKTYWA	5 112,0	4 966,3	3 997,3	4 121,7	4 221,6	4 321,2	4 464,4
Majątek trwały	2 290,9	2 945,8	2 919,9	2 913,1	2 920,6	2 933,0	2 952,5
Rzeczowe aktywa trwałe	340,3	414,5	407,2	392,0	379,5	371,0	366,8
Wartości niematerialne	1 721,6	234,0	230,1	221,9	215,2	210,6	208,3
Długoterminowe aktywa programowe	179,2	171,5	170,8	170,3	176,4	180,7	184,6
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	1,2	1 865,6	1 851,7	1 868,8	1 889,3	1 910,6	1 932,6
Aktywo podatkowe	43,1	259,7	259,7	259,7	259,7	259,7	259,7
Pozostałe aktywa trwałe	5,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Majątek obrotowy	2 821,1	2 020,5	1 077,3	1 208,5	1 301,0	1 388,1	1 511,9
Krótkoterminowe aktywa programowe	241,5	259,2	256,5	252,6	260,8	266,1	271,0
Należności z tytułu dostaw i usług	376,4	317,2	310,6	319,7	330,6	336,9	343,0
Pochodne instrumenty finansowe	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	1 521,0	118,9	87,8	89,6	93,7	96,8	99,9
Należności podatkowe	13,5	51,1	52,2	53,3	54,4	55,6	56,7
Pozostałe	0,0	915,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	667,1	358,6	370,1	493,3	561,5	632,7	741,3
PASYWA	5 112,0	4 966,3	3 997,3	4 121,7	4 221,6	4 321,2	4 464,4
Kapitał własny	923,5	1 359,1	1 025,1	1 161,8	1 264,2	1 364,5	1 484,7
Zobowiązania długoterminowe	3 478,5	3 203,9	2 518,9	2 486,4	2 457,2	2 377,2	2 377,7
Obligacje	3 295,0	3 054,4	2 387,1	2 354,3	2 324,5	2 324,5	2 324,5
Pozostałe kredyty	0,0	97,3	80,5	80,5	80,5	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	25,2	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1
Rezerwa na podatek odroczony	158,3	15,2	14,2	14,5	15,2	15,7	16,2
Zobowiązania krótkoterminowe	710,0	403,3	428,8	441,0	459,7	450,5	465,0
Zobowiązania handlowe	163,6	170,0	175,4	180,5	190,3	198,3	206,3
Kredyt w rachunku	0,0	8,5	24,1	24,1	24,1	0,0	0,0
Odsetki od obligacji	42,8	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7
Zobowiązania podatkowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	503,6	185,1	189,6	196,6	205,5	212,4	219,0
Dług	3 337,8	3 199,9	2 491,7	2 458,9	2 429,1	2 324,5	2 324,5
Dług netto	2 670,6	1 926,0	2 121,6	1 965,7	1 867,6	1 691,8	1 583,1
(Dług netto / Kapitał własny)	2,9	1,4	2,1	1,7	1,5	1,2	1,1
(Dług netto / EBITDA)	4,7	4,2	4,1	3,2	2,8	2,5	2,3
BVPS	2,7	4,0	3,0	3,4	3,7	4,0	4,3

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Przepływy operacyjne	142,1	1 450,0	618,5	548,7	564,4	589,8	604,7
EBITDA	566,0	456,0	512,6	618,8	660,3	679,0	698,0
Kapitał obrotowy	-219,3	-325,0	-39,5	4,7	-11,7	-5,2	-4,5
Podatek	48,0	252,3	-35,0	66,1	72,2	71,2	75,3
Pozostałe	-252,5	-64,1	180,4	-140,9	-156,4	-155,1	-164,0
Przepływy inwestycyjne	-49,2	-233,4	848,3	-48,6	-54,3	-59,6	-63,4
CAPEX	-231,4	-365,7	-67,0	-48,6	-54,3	-59,6	-63,4
Inwestycje kapitałowe	119,1	-915,3	915,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe (nie gotówkowe)	63,1	1 047,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-417,6	-285,6	-1 455,3	-376,9	-441,8	-459,0	-432,6
Dług	224,5	-146,4	-651,7	-32,8	-29,8	-24,1	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-13,7	-34,2	-220,1	-202,9	-275,4	-275,4	-275,4
Instrumenty pochodne	-1,6	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki zapłacone	-351,8	-373,4	-544,0	-181,8	-179,6	-174,4	-174,4
Odsetki otrzymane	20,2	20,5	12,8	10,8	13,2	14,9	17,2
Różnice kursowe	-308,9	246,3	-52,3	29,7	29,8	0,0	0,0
Pozostałe	13,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-324,8	-199,7	11,5	123,2	68,2	71,2	108,7
Środki pieniężne na koniec okresu	667,1	358,6	370,1	493,3	561,5	632,7	741,3
DPS (PLN)	0,04	0,10	0,64	0,59	0,80	0,80	0,80
FCF	19,7	-305,8	96,1	424,1	426,2	440,4	450,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	13,5%	23,1%	4,3%	3,0%	3,2%	3,4%	3,5%

Wskaźniki rynkowe

	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
P/E	32,2	15,3	-81,3	16,0	14,3	13,5	12,8
P/CE	-20,3	9,1	-185,0	12,3	11,2	11,3	10,9
P/BV	5,6	3,8	5,0	4,4	4,1	3,8	3,5
P/S	3,0	3,3	3,3	3,2	3,0	2,9	2,9
FCF/EV	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	13,8	15,5	14,2	11,5	10,6	10,0	9,6
EV/EBIT	15,6	18,9	16,7	13,0	11,9	11,2	10,7
EV/S	4,6	4,5	4,7	4,4	4,1	3,9	3,7
DYield	0,3%	0,7%	4,3%	3,9%	5,3%	5,3%	5,3%
Cena (PLN)	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00
Liczba akcji na koniec roku (mln)	343,9	343,9	344,3	344,3	344,3	344,3	344,3
MC (mln PLN)	5 158,1	5 158,1	5 164,3	5 164,3	5 164,3	5 164,3	5 164,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	-0,6	-16,4	-24,4	-32,4	-40,4	-48,4	-56,4
EV (mln PLN)	7 828,2	7 067,7	7 261,6	7 097,6	6 991,5	6 807,7	6 691,1

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 Kliszczyk**

wicedyrektor

tel. +48 22 697 47 06

kamil.kliszczyk@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