



wtorek, 7 lipca 2015 | aktualizacja raportu

TVN: sprzedaj (obniżona)

TVN PW; TVN.WA | Media, Polska

Wezwanie od Scripps Networks

Southbank Media, spółka zależna Scripps ogłosiła wezwanie na 45,6% akcji TVN po 20,0 PLN za sztukę. Cena ta jest 6% wyższa od naszej ceny docelowej i uznajemy ją za atrakcyjną. Cena jest o 12,9% wyższa od średniej z okresu 6 miesięcy przed wezwaniem. Naszym zdaniem upside powyżej 20,0 PLN jest ograniczony. Grupa TVN bezpowrotnie spadła w ciągu ostatnich 5 lat pod względem oglądalności w najbardziej lukratywnej grupie widzów (16-49, miasta, prime time) do 25,1% (o 5,7 p.p.), przy czym kanał główny TVN zaliczył spadek o 7,3 p.p. Postępująca fragmentaryzacja, wprowadzenie kolejnych kanałów bezpłatnych do DTT oraz strategia budowy silnej, komercyjnej ramówki przez konkurencyjną stację Polsat przekłada się na relatywnie słabe wzrosty obrotów z reklamy telewizyjnej w ostatnich kwartałach w TVN. Piractwo treści oraz wejście światowych liderów VoD jak Netflix do Polski rodzi trudności w przyszłej monetyzacji TVN Player oraz dodatkową presję na wyniki TVN w długim okresie. Istotne ryzyko budzą także wyniki platformy nC+, która słabo radzi sobie z dochodzeniem do pierwotnie zakładanych 550 mln PLN zysku EBITDA. Zestawiając powyższe ryzyka oraz proponowane 20,0 PLN zalecamy odpowiedź na wezwanie. Zwracamy uwagę, że TVN przy cenie 20,0 PLN i korekcie o aktywa nieoperacyjne (udziały w nC+, Onet i aktywo podatkowe) jest notowany na EV/skorygowana EBITDA'15 = 13,5x vs. 11,1x mediana dla spółek porównywalnych.

Transakcja sprzedaży oraz wezwanie na akcje

ITI i Canal + oraz Scripps Networks sfinalizowały 2 lipca br. przejęcie N-Vision posiadającej przez spółkę córkę Polish Television Holding kontrolny pakiet 52,7% akcji za 584 mln EUR, przy czym Scripps przejmie także dług PTH w sumie 300 mln PLN. Implikowana cena z tej transakcji za akcję TVN wynosi 20,7 PLN. 6 lipca Southbank Media, spółka zależna Scripps ogłosiła wezwanie na resztę akcji TVN, tj. 160,95 mln akcji reprezentujących 45,6% akcjonariatu (47,3% po planowanym obniżeniu kapitału zakładowego w wyniku umorzenia 12,5 mln akcji skupionych wcześniej przez TVN), chociaż Scripps był prawnie zobligowany do wezwania tylko do 66%. Cena proponowana w wezwaniu to 20,0 PLN. Cena jest zgodna z wymogami regulacyjnymi (TVN w zeszłym roku skupował akcję po 20,0 PLN).

Ryzyko nC+

Słaba pozycja konkurencyjna nC+ wynika z braku możliwości zaoferowania usług łączonych, jak robią to operatorzy kablowi i Cyfrowy Polsat, co potwierdzają wyniki za 1Q'15 (liczba abonentów skurczyła się o 3% R/R przy wzroście ARPU zaledwie na poziomie 1%). Pierwotny cel (został przesunięty o kilkanaście miesięcy) dla nC+ był na poziomie 550 mln PLN EBITDA, co jest naszym zdaniem poziomem niemożliwym do osiągnięcia nawet w 2017 r. Na rok 2015 r. szacujemy wynik EBITDA na poziomie 331 mln PLN, co implikuje wycenę 32% udziału w platformie na poziomie 856 mln PLN vs. 1 520 mln PLN na koniec marca 2015 roku w księgach TVN (odpowiednio 2,52 PLN i 4,51 PLN na akcję).

(mln PLN)	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	1 554,6	1 593,8	1 668,6	1 732,2	1 795,4
EBITDA	372,4	548,8	532,1	641,2	661,9
marża EBITDA	24,0%	34,4%	31,9%	37,0%	36,9%
EBIT	297,2	477,3	463,3	572,7	595,7
Zysk netto	-197,8	194,8	280,9	395,8	352,0
DPS	0,64	0,00	0,30	0,00	0,00
P/E	-	26,4	28,8	20,5	19,1
P/CE	-	25,3	19,2	14,5	16,1
P/BV	7,2	7,0	6,9	6,2	5,8
EV/EBITDA	24,1	16,0	16,5	13,4	12,8
DYield	3,2%	0,0%	1,5%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	19,78 PLN
Cena docelowa	18,90 PLN
Kapitalizacja	6,73 mld PLN
Free float	3,10 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	9,63 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Polish Television Holding B.V.	49,32%
ITI Holdings	1,51%
Akcje własne	3,54%
Pozostali akcjonariusze	45,63%

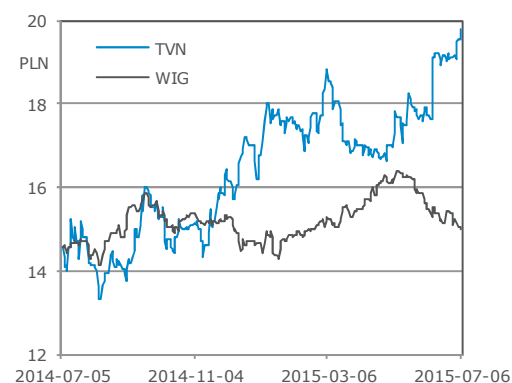
Strategia dotycząca sektora

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 22,1% w 2Q'15 (w tym kanał główny na poziomie 14,7%). 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 mającym w bazie 2,1 mln abonentów.

Kurs akcji TVN na tle WIG



Analityk:

Paweł Szpigieli
+48 22 438 24 06
pawel.szpigieli@mdm.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje 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 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	2015-01-26	2015-07-03
kurs z dnia rekomendacji	17.60	19.50
WIG w dniu rekomendacji	51680.12	53074.71

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

Departament analiz:

Kamil Kliszczy
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszczy@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 03
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

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybała@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

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@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