



Dom Maklerski BDM S.A.

TVN

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO : KUPUJ)

WYCENA 16.32 PLN

21 MARZEC 2014

Naszym zdaniem kurs TVN już w dużym stopniu uwzględnił prawdopodobną poprawę warunków działania i z obecnych założeń modelowych wg nas nie ma już pola do istotnych korekt w górę w kolejnych okresach. Wyceniamy walory spółki na poziomie 16.32 PLN. Jest to blisko bieżącej ceny rynkowej i dlatego zmieniamy zalecenie z Kupuj na Trzymaj. Zwracamy uwagę, że w średnim terminie pozytywny wpływ na akceptowalny poziom wyceny będzie miał skup akcji. W dłuższym terminie do impulsów wzrostowych zaliczamy wpływ ze sprzedaży udziałów w jednostkach stowarzyszonych, co istotnie obniży zadłużenie spółki.

Rok 2013 był bardzo dobry pod względem oglądalności dla spółki. Należy mieć na uwadze, że były to najwyższe w historii odczyty oglądalności grupy TVN. Dobre dane dotyczyły zarówno głównej anteny, która traciła na znaczeniu dużo wolniej niż konkurencja ale i programów tematycznych (w szczególności TTV i TVN7). Zwracamy też uwagę, że wyższe udziały rynkowe udało się osiągnąć pomimo utrzymywania oszczędności w budżetach na produkcję.

Jesteśmy raczej sceptycznie nastawieni co do możliwości utrzymania przez grupę TVN w 2014 roku bardzo dobrej pozycji w oglądalności z 2013 roku. Zakładamy, że podjęte przez konkurencję działania w sferze programingu oraz postępująca fragmentyzacja odbiją się negatywnie na wynikach grupy TVN. Dlatego spodziewamy się, że kolejne miesiące wraz z pełną oceną nowej ramówki przyniosą pogłębienie erozji oglądalności głównej anteny TVN. Tym samym w przypadku spółki nie będzie już takiego pozytywnego efektu porównania jak to było w 2013 roku. Sprzyjać spółce powinna jednak odbudowa rynku reklamy tv w Polsce, z tym że przełożenie większych wpływów reklamowych na wzrost marż nie będzie bardzo silne z uwagi na wyższe koszty programingu (efekty oszczędności były bardzo istotne dla rezultatów 2013 roku).

Na 11.04.2014 zwołano WZA, podczas którego ma zostać uchwalony program nabywania akcji własnych. Spółka chce przeznaczyć na ten cel maksymalnie 500 mln PLN. W propozycji uchwał jest zapis, że akcje mają być skupowane w cenie nie wyższej niż 30 PLN/akcję. Walory mają być nabywane w drodze oferty skierowanej do wszystkich akcjonariuszy. Zatem planowany skup akcji w latach 2014-2015 będzie formą wypłaty środków pieniężnych dla akcjonariuszy (w tym okresie nie spodziewamy się dywidendy). Zwracamy uwagę, że główny akcjonariusz, czyli PTH, jest zobowiązany do ponoszenia kosztów wyemitowanych obligacji (300 mln EUR) i będzie jednym z beneficjentów tego programu. Warunkiem brzegowym udziału PTH w skupie jest utrzymanie przez ten podmiot pakietu co najmniej 51% kapitału w TVN (obecnie PTH ma ok. 52.05% udziału w kapitale).

Wycena końcowa [PLN]	16.32
Potencjał do wzrostu / spadku	+0.8%
Koszt kapitału własnego	9.5%

Cena rynkowa [PLN]	16.2
Kapitalizacja [mln PLN]	5 613
Ilość akcji [mln. szt.]	346.494

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	16.88
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	12.82

Stopa zwrotu za 3 mc	13%
Stopa zwrotu za 6 mc	16%
Stopa zwrotu za 9 mc	53%

Struktura akcjonariatu:	
Polish Television Holding (PTH)*	52.05%
Cadizin Trading&Investment**	1.56%
ING OFE	8.08%
Aviva OFE	6.63%
PFE PZU	5.48%
Pozostali	26.19%

* PTH jest pod kontrolą Grupy ITI (60%) oraz Canal+ (40%)
 ** Cadizin Trading&Investment jest w 100% własnością Grupy ITI

Maciej Bobrowski

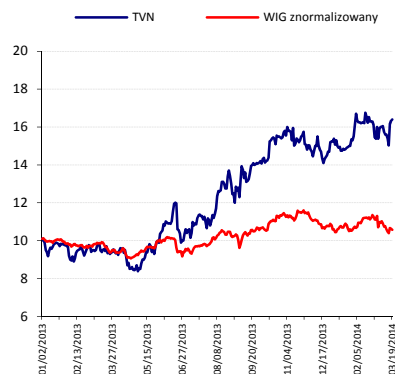
bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	1 718.2	1 584.3	1 554.6	1 596.0	1 646.0	1 685.9
EBITDA adj [mln PLN]	565.9	491.3	498.1	519.7	544.1	559.9
EBIT adj [mln PLN]	502.6	383.5	422.9	455.5	479.5	494.6
Wynik netto [mln PLN]	-317.4	486.1	-197.8	267.6	355.3	451.2
P/BV	6.1x	4.1x	5.9x	5.8x	5.2x	4.4x
P/E	---	11.5x	---	21.0x	15.8x	12.4x
EV/EBITDA adj	15.1x	11.5x	12.1x	11.5x	10.8x	10.1x
EV/EBIT adj	17.0x	14.8x	14.2x	13.2x	12.2x	11.4x



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
SKUP AKCJI WŁASNYCH	3
WYCENA DCF	4
ANALIZA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 4Q'13	8
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2014 ORAZ NA KOLEJNE OKRESY	11
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	12

WYCENA I PODSUMOWANIE

Jesteśmy raczej sceptycznie nastawieni co do możliwości utrzymania przez grupę TVN w 2014 roku bardzo dobrej pozycji w oglądalności z 2013 roku. Zakładamy, że podjęte przez konkurencję działania w sferze programingu oraz postępująca fragmentyzacja odbiją się negatywnie na wynikach grupy TVN. Dlatego spodziewamy się, że kolejne miesiące wraz z pełną oceną nowej ramówki przyniosą pogłębienie erozji oglądalności głównej anteny TVN. Tym samym w przypadku spółki nie będzie już takiego pozytywnego efektu porównania jak to było w 2013 roku. Sprzyjać spółce powinna jednak odbudowa rynku reklamy tv w Polsce, z tym że przełożenie większych wpływów reklamowych na wzrost marż nie będzie bardzo silne z uwagi na wyższe koszty programingu (efekty oszczędności były bardzo istotne dla rezultatów 2013 roku). Zwracamy jednak uwagę, że w średnim terminie pozytywny wpływ na akceptowalny poziom wyceny będzie miał skup akcji. W dłuższym terminie do impulsów wzrostowych zaliczamy wpływy ze sprzedaży udziałów w jednostkach stowarzyszonych, co istotnie obniży zadłużenie spółki.

Podsumowując, kurs TVN już w dużym stopniu uwzględnił prawdopodobną poprawę warunków działania spółki i z obecnych założeń modelowych wg nas nie ma już pola do istotnych korekt w górę w kolejnych okresach. Wyceniamy spółkę za pomocą metody SoP. Działalność operacyjną segmentu nadawania i telezakupy oceniamy za pomocą modelu DCF, do tego dodajemy wartość aktywów w postaci udziałów w nc+ (32%) oraz Onet.pl (25%). Przy ustaleniu naszej ceny docelowej uwzględniamy też średnie mnożniki rynkowe EV/EBITDA spółek mediowych notowanych na GPW oraz rynkach zagranicznych. Ostatecznie wyceniamy walory spółki na poziomie 16.32 PLN. Jest to blisko obecnej ceny rynkowej i dlatego zmieniamy zalecenie z Kupuj na Trzymaj.

Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF działalności operacyjnej	4 327.7	12.49
B	Wycena udziałów w nc+	1 089.3	3.14
C	Wycena udziałów w Onet.pl	238.8	0.69
D=A+B+C	Wycena końcowa	5 655.7	16.32

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SKUP AKCJI WŁASNYCH

Jak już zwróciliśmy uwagę, obecnie jednym z kluczowych powodów dla których inwestorzy akceptują wysokie mnożniki rynkowe TVN (na tle konkurencji) jest zapowiedziany skup akcji własnych. Na 11.04.2014 zwołano WZA, podczas którego ma zostać uchwalony program nabywania. Spółka chce przeznaczyć na ten cel maksymalnie 500 mln PLN. W propozycji uchwał jest zapis, że akcje mają być skupowane w cenie nie wyższej niż 30 PLN/akcję. Akcje mają być nabywane w drodze oferty skierowanej do wszystkich akcjonariuszy. Zatem planowany skup akcji w latach 2014-2015 będzie formą wypłaty środków pieniężnych dla akcjonariuszy (w tym okresie nie spodziewamy się dywidendy). Zwracamy uwagę, że główny akcjonariusz, czyli PTH, jest zobowiązany do ponoszenia kosztów wyemitowanych obligacji (300 mln EUR) i będzie jednym z beneficjentów tego programu. Warunkiem brzegowym udziału PTH w skupie jest utrzymanie przez ten podmiot pakietu co najmniej 51% kapitału w TVN (obecnie PTH ma ok. 52.05% udziału w kapitale).

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach wolnych od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5.0%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

Wybrane założenia w modelu:

- Przyjeliśmy, że proces odbudowy wartości rynku reklamy tv w Polsce będzie postępował w najbliższych kwartałach. W latach 2014-2015 przyjęliśmy wzrost wartości rynku reklamy tv odpowiednio o 4.6% i 3.75%. W kolejnych latach nie zakładamy wyższej dynamiki wzrostu. Obecny udział tego segmentu w całości rynku reklamy w Polsce jest naszym zdaniem na tle innych krajów w UE i regionie CEE wysoki.
- W segmencie nadawania obawiamy się, że w 2014 roku spółce będzie trudno utrzymać udział rynkowy z 2013 roku. Wpływ na to może mieć większa „mobilizacja” konkurencji (Polsat i TVP) oraz postępujący proces fragmentyzacji krajowego rynku tv. W modelu przyjmujemy, że w 2014 roku oglądalność kanałów spółki delikatnie spadnie o ok. 0.55 pkt %, co będzie wpływało na niższą dynamikę wzrostu wpływów reklamowych kanałów tv. Liczymy jednak na znaczący dodatni wpływ r/r wzrostu wpływów z pozostałych obszarów (w szczególności TVN Player). Dlatego ogółem liczymy, że przychody segmentu nadawanie wzrosną o prawie 42 mln PLN.
- W obszarze telezakupy w 2014 roku liczymy na znaczące ograniczenie straty EBITDA. Mamy nadzieję, że podejmowane działania spowodują, że ujemna kontrybucja tego segmentu będzie coraz mniejsza.
- W okresie rezydualnym przyjęliśmy wzrost o 1%.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2023.
- Wycena została sporządzona na dzień 15.04.2014 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na 4 328 mln PLN, co w przeliczeniu na 1 akcję daje 12.49 PLN.

Model DCF

	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	+2022P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 596	1 646	1 686	1 728	1 764	1 799	1 831	1 863	1 894	1 926	1 926
EBIT [mln PLN]	455	480	495	510	522	534	544	553	563	572	572
Stopa podatkowa	8%	9%	9%	15%	15%	19%	19%	19%	19%	19%	19.0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	37	43	45	74	78	101	103	105	107	109	109
NOPLAT [mln PLN]	418	436	450	436	444	432	440	448	456	464	464
Amortyzacja [mln PLN]	64	65	65	66	67	67	68	69	70	71	71
CAPEX [mln PLN]	-62	-66	-67	-69	-71	-72	-73	-75	-76	-77	-71
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-5	35	16	5	-3	-5	-6	-7	-7	-7	-7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]											
FCF [mln PLN]	415	470	463	438	437	422	429	436	443	450	457
DFCF [mln PLN]	395	418	384	338	314	282	266	251	237	223	227
Suma DFCF [mln PLN]	3 109										
Wartość rezydualna [mln PLN]	6 736										
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	3 342										
Wartość firmy EV [mln PLN]	6 451										
Dług netto [mln PLN]	2 123										
Wartość kapitału [mln PLN]	4 328										
Ilość akcji [mln. szt.]	346.49										
Wartość kapitału na akcję [PLN]	12.49										

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1.0%

Przychody zmiana r/r	3%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBIT zmiana r/r	8%	5%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Marża EBITDA	32.6%	33.1%	33.2%	33.3%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%
Marża EBIT	28.5%	29.1%	29.3%	29.5%	29.6%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%
Marża NOPLAT	26%	27%	27%	25%	25%	24%	24%	24%	24%	24%
CAPEX / Przychody	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
CAPEX / Amortyzacja	97%	102%	103%	105%	106%	107%	108%	108%	109%	109%
Zmiana KO / Przychody	0%	-2%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	13%	-70%	-39%	-12%	8%	15%	20%	22%	22%	22%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Stopa wolna od ryzyka	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Koszt kapitału własnego	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
Udział kapitału własnego	37.9%	41.2%	46.3%	50.8%	54.6%	56.7%	58.7%	60.6%	62.5%	64.4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5.5%	5.5%	5.5%	5.1%	5.1%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
Udział kapitału obcego	62.1%	58.8%	53.7%	49.2%	45.4%	43.3%	41.3%	39.4%	37.5%	35.6%
WACC	7.0%	7.1%	7.3%	7.4%	7.5%	7.5%	7.6%	7.7%	7.8%	7.8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	0.5%	1.0%	2.5%	3.0%	3.5%
beta	0.8	9.6	10.4	11.4	12.7	13.4	14.3	18.1	20.0	22.4
	0.9	9.2	9.9	10.8	11.9	12.6	13.4	16.7	18.3	20.3
	1.0	8.8	9.4	10.2	11.3	11.9	12.5	15.5	16.9	18.6
	1.1	8.4	9.0	9.7	10.6	11.2	11.8	14.4	15.6	17.0
	1.2	8.0	8.5	9.2	10.1	10.6	11.1	13.4	14.5	15.7
	1.3	7.6	8.1	8.8	9.5	10.0	10.5	12.5	13.4	14.5
	1.4	7.3	7.8	8.3	9.0	9.5	9.9	11.7	12.5	13.5
	1.5	7.0	7.4	7.9	8.6	9.0	9.4	11.0	11.7	12.6
	1.6	6.7	7.1	7.6	8.2	8.5	8.9	10.4	11.0	11.7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
		3.5%	4.0%	4.5%	4.8%	5.0%	5.3%	5.5%	6.0%	6.5%
beta	0.8	16.9	16.0	15.1	14.7	14.3	14.0	13.6	12.9	12.3
	0.9	16.1	15.1	14.2	13.8	13.4	13.0	12.7	12.0	11.3
	1.0	15.3	14.3	13.4	13.0	12.5	12.2	11.8	11.1	10.5
	1.1	14.6	13.6	12.7	12.2	11.8	11.4	11.1	10.4	9.8
	1.2	14.0	12.9	12.0	11.6	11.1	10.8	10.4	9.7	9.1
	1.3	13.3	12.3	11.3	10.9	10.5	10.1	9.8	9.1	8.5
	1.4	12.7	11.7	10.8	10.3	9.9	9.5	9.2	8.5	7.9
	1.5	12.2	11.1	10.2	9.8	9.4	9.0	8.7	8.0	7.4
	1.6	11.7	10.6	9.7	9.3	8.9	8.5	8.2	7.5	6.9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	0.5%	1.0%	2.5%	3.0%	3.5%
premia za ryzyko	3.0%	10.6	11.6	12.8	14.3	15.3	16.5	21.6	24.3	27.8
	3.5%	10.1	11.0	12.1	13.5	14.3	15.3	19.7	22.0	24.9
	4.0%	9.6	10.4	11.4	12.7	13.4	14.3	18.1	20.0	22.4
	4.5%	9.2	9.9	10.8	11.9	12.6	13.4	16.7	18.3	20.3
	5.0%	8.8	9.4	10.2	11.3	11.9	12.5	15.5	16.9	18.6
	5.5%	8.4	9.0	9.7	10.6	11.2	11.8	14.4	15.6	17.0
	6.0%	8.0	8.5	9.2	10.1	10.6	11.1	13.4	14.5	15.7
	6.5%	7.6	8.1	8.8	9.5	10.0	10.5	12.5	13.4	14.5
	7.0%	7.3	7.8	8.3	9.0	9.5	9.9	11.7	12.5	13.5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

Wartości mnożnika P/E w przypadku TVN są silnie uzależnione od salda finansowego, czyli od wyceny długu (relacja EUR/PLN). Dla mnożnika EV/EBITDA mediana wartości dla wybranych spółek mediowych wynosi ok. 8.9-7.9x (na lata 2014-2016). W przypadku TVN jest to obecnie znacznie więcej (nawet uwzględniając wartość udziałów w Onet.pl i nc+).

Wycena porównawcza

	Cena	P/E			EV/EBITDA		
		2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
CYFROWY POLSAT	20.91 PLN	12.6	9.7	7.0	6.6	4.9	4.2
VIVENDI	19.675 EUR	19.6	18.6	15.8	7.2	6.9	5.8
BRITISH SKY BROADCASTING	935.5 GBp	16.2	14.6	13.2	9.6	8.8	8.0
TIME WARNER CABLE	136.46 USD	17.7	16.7	15.1	7.5	7.1	6.8
LIBERTY GLOBAL	42 USD	---	54.4	30.1	8.9	8.2	7.9
CENTRAL EUROPEAN MEDIA	3.56 USD	---	---	---	15.5	10.5	8.4
CTC MEDIA INC	9.14 USD	9.9	9.3	9.2	4.9	4.6	4.4
ITV	197.2 GBp	15.7	14.2	13.2	10.4	9.2	8.3
PROSIEBEN SAT.1	32.51 EUR	16.5	15.0	13.9	10.1	9.4	9.0
RTL GROUP	87 EUR	18.1	17.2	16.7	10.2	9.6	9.1
MEDIASET	3.998 EUR	---	34.2	22.5	7.8	6.4	5.2
TELEVISION FRANCAISE	12.63 EUR	21.4	16.0	15.9	8.9	7.1	7.8
MODERN TIMES	291.9 SEK	13.7	11.9	11.4	11.1	9.2	8.3
Mediana		16.3	15.5	14.5	8.9	8.2	7.9
TVN*	16.20 PLN	21.0	15.8	12.4	11.5	10.8	10.1

*- dla TVN w mnożniku EV/EBITDA adj. uwzględniamy wartość udziałów w Onet.pl i nc+

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 4Q'13

Wyniki spółki za 4Q'13 oceniamy neutralnie. Niewielkim rozczarowaniem mogła być umiarkowanie słabsza dynamika odbudowy przychodów reklamowych. Ogółem wpływy w 4Q'13 wzrosły o 1% do 461 mln PLN. Przychody z reklamy i sponsoringu wzrosły o 0.7% r/r do 375.2 mln PLN. Jak podała spółka, w 4Q'13 wartość rynku reklamy tv w Polsce wzrosła o 2.2%. Zatem w końcówce roku dynamika poprawy wpływów wykazana przez spółkę była słabsza niż zachowanie otoczenia. Jednak w całym 2013 roku wartość reklamy tv w Polsce skurczyła się o ok. 2.7%, a w tym okresie wpływy reklamowe TVN spadły o 1.7%.

Na poziomie kosztów w końcówce 2013 roku było już widać efekty związane z droższymi programami emitowanymi na antenach. Przychody segmentu nadawania wzrosły o 5.6 mln PLN w ujęciu r/r, podczas gdy koszty tego obszaru biznesowego (bez amortyzacji) wzrosły o 15.6 mln PLN r/r. Wynik EBITDA segmentu nadawania w 4Q'13 wyniósł ok. 164 mln PLN, czyli był mniejszy o ok. 10 mln PLN r/r. Zwracamy jednak uwagę, na coraz lepsze rezultaty TVN Player oraz Premium TV (po wcześniejszych stratach EBITDA segmentu nadawanie w części pozostałe wzrosła do 2.22 mln PLN)

Rezultaty segmentu Telezakupy były ciągle słabe (zgodnie z oczekiwaniami). Mamy nadzieję, że w kolejnych kwartałach wyniki tego obszaru biznesowego ulegną stopniowej poprawie i będą w mniejszym stopniu obciążały wyniki skonsolidowane.

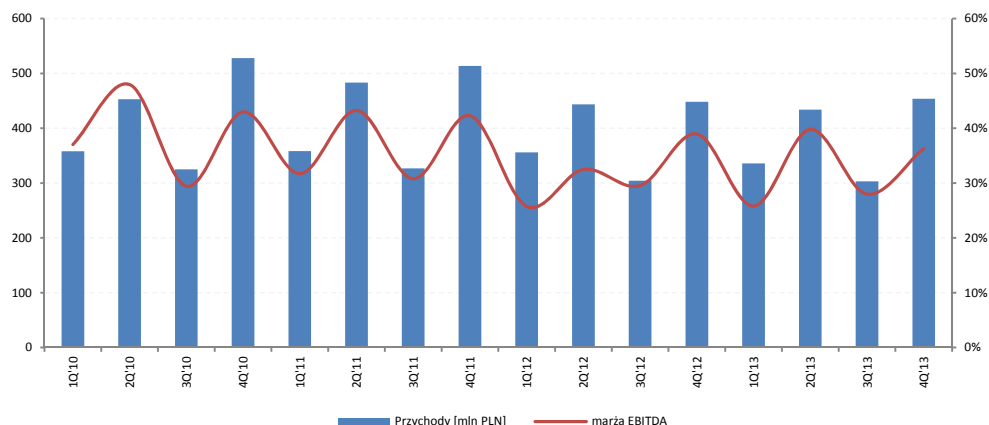
Negatywny wpływ na raportowany wynik EBITDA miał wpływ jednostek stowarzyszonych. W szczególności w 4Q'13 rozpoznano odpis z tytułu utraty wartości w Onet (80 mln PLN) a w nc+ nastąpiła kumulacja kosztów trwającej restrukturyzacji. Tym samym po uwzględnieniu powyższych zdarzeń raportowany wynik EBITDA w 4Q'14 wyniósł jedynie 34.4 mln PLN. Po eliminacji zdarzeń jednorazowych EBITDAadj za 4Q'14 wyniosła 158.1 mln PLN.

Wyniki finansowe za 1Q'13 [mln PLN]

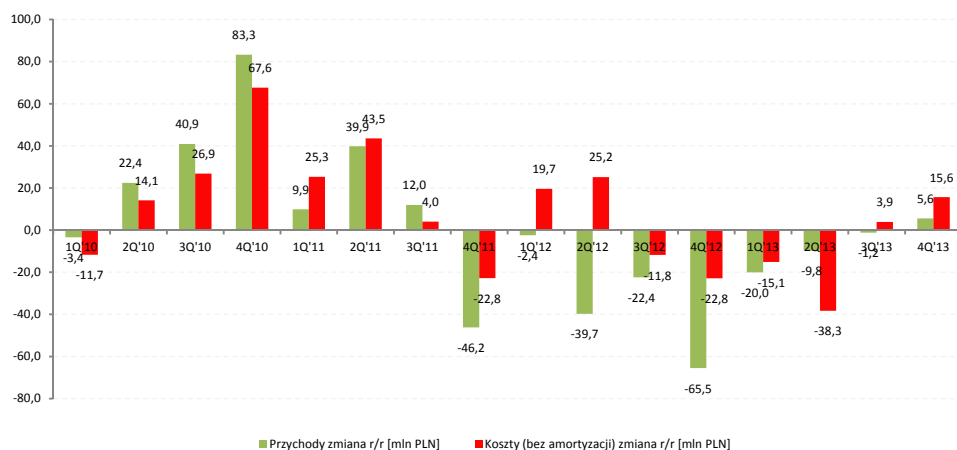
	4Q'12	4Q'13	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody	456.7	461.0	1.0%	1584.3	1554.6	-1.9%
reklama + sponsoring	372.5	375.2	0.7%	1253.9	1232.9	-1.7%
wpływy abonamentowe	53.9	53.9	0.1%	216.7	213.9	-1.3%
sprzedaż towarów	7.7	7.1	-8.3%	30.7	26.5	-13.6%
inne	22.6	24.8	9.9%	83.0	81.3	-2.1%
EBITDA adj	173.7	158.1	-9.0%	491.3	498.1	1.4%
EBIT adj	119.0	142.2	19.5%	383.5	422.9	10.3%
EBITDA	138.5	34.4	-75.2%	456.0	372.4	-18.3%
EBIT	109.7	18.4	-83.2%	374.3	297.2	-20.6%
Saldo finansowe	-77.8	-8.4	---	-106.5	-566.9	---
Wynik brutto	31.9	10.1	-68.5%	267.8	-269.8	---
Wynik netto	309.0	42.5	-86.2%	520.1	-206.9	---
w tym dla akcjonariuszy jed. dom.	469.8	45.8	-90.3%	486.1	-197.8	---
marża EBITDA	30%	7%		29%	24%	
marża EBIT	24%	4%		24%	19%	
marża netto	68%	9%		33%	-13%	
Nadawanie i produkcja tv	4Q'12	4Q'13	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody	448.1	453.7	1.2%	1552.1	1526.7	-1.6%
EBITDA	174.7	164.6	-5.8%	500.5	508.9	1.7%
EBIT	146.0	148.7	1.9%	418.9	433.9	3.6%
marża EBITDA	39%	36%		32.2%	33.3%	
marża EBIT	33%	33%		27.0%	28.4%	
Telezakupy	4Q'12	4Q'13	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody	9.3	8.3	-10.6%	37.0	31.7	-14.2%
EBITDA	-4.7	-6.3	---	-8.4	-9.7	---
EBIT	-30.8	-6.4	---	-34.6	-9.9	---
marża EBITDA	-51%	-77%	---	-22.6%	-30.6%	---
marża EBIT	-332%	-77%	---	-93.5%	-31.3%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

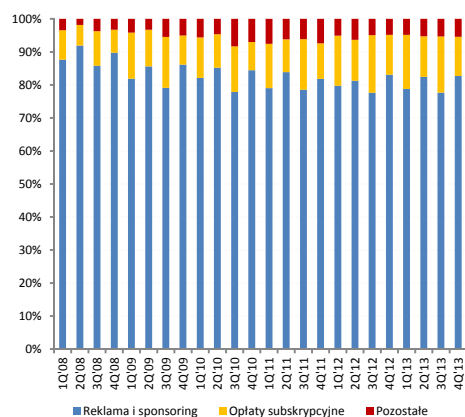
Marża EBITDA segmentu nadawanie w ujęciu kwartalnym



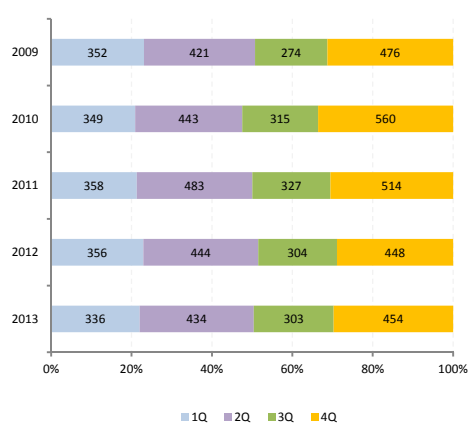
Wpływ przychodów/kosztów na marżę EBITDA segmentu nadawanie



Źródła przychodów segmentu nadawanie i produkcja tv



Sezonowość przychodów segmentu nadawanie i produkcja tv

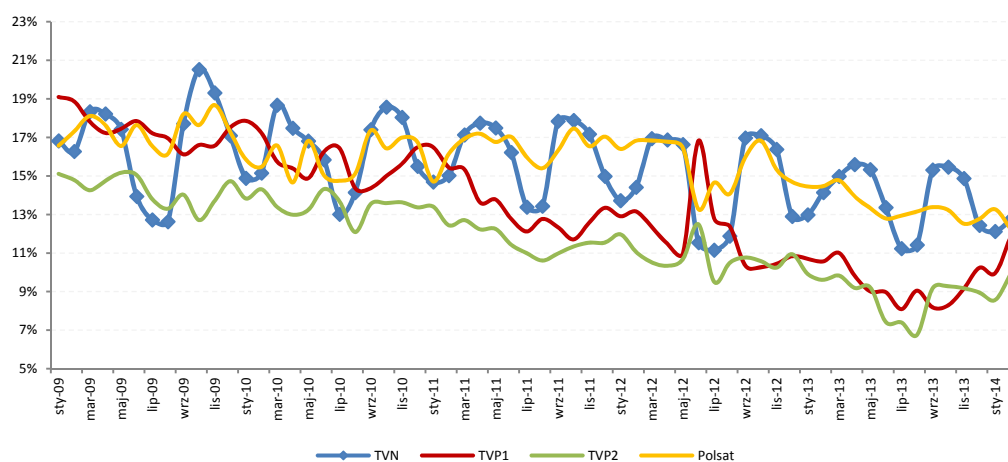


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki oglądalności stacji TVN w 2013 oceniamy dobrze. Główny kanał tracił udziały w rynku wolniej niż konkurencja, natomiast kanały tematyczne (w szczególności TVN7 i TTV) notowały umiarkowane wzrosty, co pozwoliło na utrzymanie pozycji grupy na krajowym rynku. W 4Q'13 udział w oglądalności głównego kanału TVN wyniósł ok. 14.26%, czyli był niższy o ok. 1.2 pkt % r/r. Na tle innych głównych anten wynik ten jest porównywalny z erozją oglądalności TVP1 i TVP2 (cały czas Polsat tracił najmocniej bo ok. 2.78 pkt %).

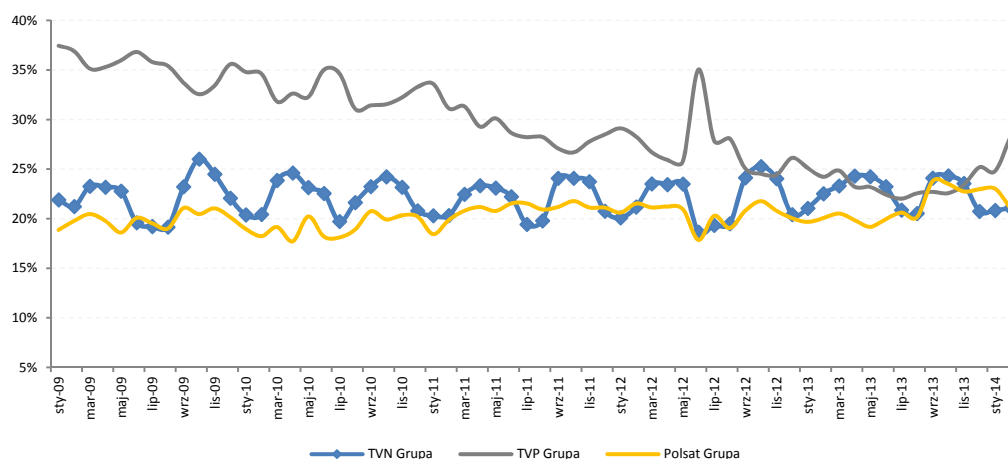
Dane o oglądalności za styczeń-luty'14 wskazują, że główny kanał TVN dotknęła umiarkowana (na tle konkurencji) utrata oglądalności. Kanały tematyczne po dwóch miesiącach 2014 roku rekompensowały ubytek oglądalności głównej anteny, w szczególności było widać wzrost pozycji TTV (choć porównanie r/r odbywa się do niskiej bazy). Jesteśmy jednak sceptycznie nastawieni co do możliwości utrzymania przez grupę TVN w 2014 roku bardzo dobrej pozycji oglądalności z 2013 roku. Zakładamy, że podjęte przez konkurencję działania w sferze programmingu oraz wreszcie postępująca fragmentyzacja odbiją się negatywnie na wynikach grupy TVN. Dlatego spodziewamy się, że kolejne miesiące wraz z pełną oceną nowej ramówki przyniosą pogłębienie erozji oglądalności głównej anteny TVN. Tym samym w przypadku spółki nie będzie już takiego pozytywnego efektu porównania jak to było w 2013 roku.

Udział w oglądalności głównych anten w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Nielsen Audience Measurement

Udział w oglądalności grupy kanałów trzech głównych graczy na rynku



Względne umocnienie od września'13 pozycji wszystkich kanałów Polsatu jest skutkiem uwzględnienia udziałów w TV4 i TV6.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Nielsen Audience Measurement

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2014 ORAZ NA KOLEJNE OKRESY

Rok 2013 był bardzo dobry pod względem oglądalności dla spółki. Należy mieć na uwadze, że były to najwyższe w historii odczyty oglądalności grupy TVN. Dobre odczyty całej grupy kanałów dotyczyły zarówno głównej anteny, która traciła na znaczeniu dużo wolniej niż konkurencja ale i programów tematycznych (w szczególności TTV i TVN7). Zwracamy też uwagę, że wyższe udziały rynkowe udało się osiągnąć pomimo utrzymywania oszczędności w budżetach na produkcję.

Obawiamy się, że w 2014 roku spółce będzie trudno utrzymać udział rynkowy z 2013 roku. Wpływ na to może mieć większa „mobilizacja” konkurencji (Polsat i TVP) oraz postępujący proces fragmentyzacji krajowego rynku tv. W modelu przyjmujemy, że w 2014 roku oglądalność kanałów spółki delikatnie spadnie o ok. 0.55 pkt %, co będzie wpływało na niższą dynamikę wzrostu wpływów reklamowych kanałów tv. Liczymy jednak na znaczący dodatni wpływ r/r wzrostu wpływów z pozostałych obszarów (w szczególności TVN Player). Dlatego ogółem liczymy, że przychody segmentu nadawanie wzrosną o prawie 42 mln PLN.

Wraz z 4Q'13 (wg nas) zakończył się okres, kiedy spółka była w stanie wykazywać niższe koszty związane z emitowanymi programami. W końcówce 2013 roku koszty programowe wzrosły do 177.3 mln PLN, czyli aż o 20.6% r/r. Był to zatem pierwszy wzrost po wcześniejszych pięciu kwartałach z rzędu, kiedy było widać efekty oszczędnościowe. Liczymy się z tym, że aby walczyć o utrzymanie dobrej oglądalności spółka będzie zmuszona do zwiększenia budżetów na nowe produkcje. Zatem w 2014 roku spodziewamy się wzrostu kosztów programowych przynajmniej o ok. 27 mln PLN w ujęciu r/r. Liczymy się także z rozluźnieniem w pozycji koszty pracownicze. Na pozostałych pozycjach kosztowych zakładamy utrzymanie wprowadzonych w ostatnich kwartałach oszczędności.

W kolejnych okresach coraz większe ryzyko dla wyników spółki może stanowić proces spadku znaczenia reklamy tv w całości rynku reklamy w Polsce. Obecny udział tego segmentu jest na tle innych krajów w UE i regionie CEE wysoki. Tym samym spółka będzie musiała walczyć o nowe wpływy z udostępniania treści w internecie (zarówno poprzez abonament jak i reklamy). Obecne nasze założenia dla rynku reklamy tv nie uwzględniają wejścia w strukturalne zmiany, co w przyszłości może skutkować korektami w dół wpływów z reklamy dla spółki.

Prognoza wyników na lata 2014-2016 [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	343.1	440.5	309.9	461.0	343.0	446.9	324.8	481.3	1 584.3	1 554.6	1 596.0	1 646.0	1 685.9
reklama + sponsoring	264.6	357.6	235.5	375.2	262.9	359.5	244.9	390.9	1 253.9	1 232.9	1 258.3	1 271.3	1 289.7
wpływy abonamentowe	55.1	53.3	51.5	53.9	54.3	53.6	52.0	54.2	216.7	213.9	214.1	216.3	217.4
sprzedaż towarów	6.8	6.1	6.5	7.1	6.2	5.5	6.3	7.5	30.7	26.5	25.5	28.1	29.5
inne	16.6	23.5	16.4	24.8	19.6	28.3	21.5	28.7	83.0	81.3	98.1	130.4	149.3
EBITDA adj	85.1	171.0	83.8	158.1	88.5	173.3	88.5	169.4	491.3	498.1	519.7	544.1	559.9
EBIT adj	63.7	150.9	66.1	142.2	72.4	157.2	72.5	153.4	383.5	422.9	455.5	479.5	494.6
EBITDA	98.0	157.4	82.6	34.4	90.5	178.3	98.5	181.4	456.0	372.4	548.7	599.1	644.9
EBIT	76.6	137.3	64.9	18.4	74.4	162.2	82.5	165.4	374.3	297.2	484.5	534.5	579.6
Saldo finansowe	-142.6	-176.9	-239.0	-8.4	-76.1	-41.2	-41.9	-40.5	-106.5	-566.9	-199.8	-151.7	-94.3
Wynik brutto	-66.0	-39.6	-174.2	10.1	-1.8	121.0	40.5	124.9	267.8	-269.8	284.7	382.8	485.2
Wynik netto dla akcjonariuszy	-43.8	-29.9	-169.8	45.8	-1.3	112.1	38.5	116.3	486.1	-197.8	267.6	355.3	451.2
marża EBITDA	28.6%	35.7%	26.6%	7.5%	26.4%	39.9%	30.3%	37.7%	28.8%	24.0%	34.4%	36.4%	38.3%
marża EBIT	22.3%	31.2%	20.9%	4.0%	21.7%	36.3%	25.4%	34.4%	23.6%	19.1%	30.4%	32.5%	34.4%
marża netto	-12.8%	-6.8%	-54.8%	9.9%	-0.4%	25.1%	11.9%	24.2%	30.7%	-12.7%	16.8%	21.6%	26.8%
Nadawanie i produkcja tv	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	336.0	433.9	303.1	453.7	336.2	440.6	317.9	473.4	1552.1	1526.7	1568.1	1612.0	1650.2
EBITDA	86.7	172.7	84.9	164.6	90.1	174.5	88.7	169.4	500.5	508.9	522.7	544.3	559.9
EBIT	65.4	152.6	67.2	148.7	74.0	158.5	72.7	153.5	418.9	433.9	458.7	480.0	494.8
marża EBITDA	25.8%	39.8%	28.0%	36.3%	26.8%	39.6%	27.9%	35.8%	32.2%	33.3%	33.3%	33.8%	33.9%
marża EBIT	19.5%	35.2%	22.2%	32.8%	22.0%	36.0%	22.9%	32.4%	27.0%	28.4%	29.2%	29.8%	30.0%
Telezakupy	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	8.2	7.5	7.8	8.3	7.6	7.0	7.6	8.7	37.0	31.7	30.9	34.0	35.7
EBITDA	-1.2	-1.5	-0.7	-6.3	-1.2	-0.8	0.2	0.4	-8.4	-9.7	-1.4	-0.2	0.0
EBIT	-1.3	-1.5	-0.7	-6.4	-1.3	-0.9	0.1	0.3	-34.6	-9.9	-1.7	-0.5	-0.3
marża EBITDA	-15.0%	-19.9%	-8.6%	-76.6%	-15.8%	-11.6%	2.1%	4.7%	-22.6%	-30.6%	-4.7%	-0.6%	0.0%
marża EBIT	-15.7%	-20.6%	-9.3%	-77.3%	-16.6%	-12.5%	1.2%	4.0%	-93.5%	-31.3%	-5.5%	-1.4%	-0.7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS [mln PLN]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody	1 718.2	1 584.3	1 554.6	1 596.0	1 646.0	1 685.9	1 728.5	1 764.2	1 798.5	1 831.1	1 863.0	1 894.0
Przychody z emisji reklam	1 221.8	1 119.1	1 076.9	1 082.6	1 092.0	1 106.4	1 131.6	1 154.4	1 177.0	1 199.3	1 220.9	1 241.7
Przychody abonamentowe	201.2	216.7	213.9	214.1	216.3	217.4	218.5	219.6	220.6	221.8	222.9	224.0
Przychody ze sponsoringu	139.6	134.7	156.0	175.6	179.3	183.3	187.5	191.3	195.0	198.8	202.3	205.8
Przychody ze sprzedaży towarów	38.7	30.7	26.5	25.5	28.1	29.5	30.7	31.0	31.3	31.6	31.9	32.2
Pozostałe przychody	116.8	83.0	81.3	98.1	130.4	149.3	160.3	168.1	174.6	179.7	184.9	190.4
Koszty operacyjne	1 213.3	1 172.5	1 128.1	1 140.6	1 166.5	1 191.3	1 218.5	1 241.9	1 264.9	1 287.5	1 309.7	1 331.3
Amortyzacja kosztów prod. wł.	441.5	429.9	428.2	448.8	453.5	460.0	470.5	480.0	489.4	498.7	507.7	516.3
Amortyzacja licencji program. i koprodukcji	148.4	144.1	137.6	143.9	145.4	147.5	150.9	153.9	156.9	159.9	162.8	165.5
Koszty wynagrodzeń	160.2	156.0	158.0	165.5	172.9	179.4	183.9	187.8	191.4	194.9	198.4	201.7
Amortyzacja oraz utrata wartości	63.3	81.8	75.2	64.3	64.6	65.3	66.1	66.6	67.3	68.0	68.8	69.6
Koszty nadawania programów tv	55.2	69.3	65.8	63.0	63.6	64.6	65.6	66.5	67.5	68.5	69.6	70.6
Oplaty z tyt. praw autorskich	63.9	52.9	50.0	51.0	52.4	53.6	55.0	56.1	57.2	58.3	59.3	60.3
Koszty marketingu	49.9	48.8	39.7	42.4	45.2	47.1	48.3	49.3	50.3	51.2	52.1	53.0
Koszty wynajmu	40.5	41.4	28.6	26.5	27.2	27.8	28.5	29.3	30.0	30.7	31.5	32.3
Koszty sprzedanych towarów i usług	42.1	32.8	36.5	27.1	28.9	30.3	31.5	31.9	32.2	32.5	32.8	33.2
Pozostałe	148.2	115.6	108.6	108.1	112.8	115.5	118.2	120.5	122.7	124.8	126.8	128.8
EBITDA adj	565.9	491.3	498.1	519.7	544.1	559.9	576.1	589.0	600.9	611.6	622.0	632.3
EBIT adj	502.6	383.5	422.9	455.5	494.6	510.0	522.4	533.6	543.6	553.6	562.7	572.3
EBITDA	565.9	456.0	372.4	548.7	599.1	644.9	671.1	689.0	700.9	711.6	722.0	732.3
EBIT	502.6	374.3	297.2	484.5	534.5	579.6	605.0	622.4	633.6	643.6	653.3	662.7
Wynik brutto	-137.9	267.8	-269.8	284.7	382.8	485.2	519.6	543.9	516.2	528.6	540.7	552.8
Wynik netto dla akcjonariuszy	-317.4	486.1	-197.8	267.6	355.3	451.2	460.1	479.3	439.1	449.2	459.0	468.8
Segment nadawania	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody	1 682.1	1 552.1	1 526.7	1 568.1	1 612.0	1 650.2	1 691.4	1 726.8	1 760.7	1 792.9	1 824.3	1 855.0
EBITDA	640.7	500.5	508.9	522.7	544.3	559.9	576.0	588.9	600.7	611.4	621.9	632.2
EBIT	577.8	418.9	433.9	458.7	480.0	494.8	510.1	522.5	533.7	543.7	553.4	562.8
Bilans [mln PLN]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aktywa trwałe	2 290.9	2 945.8	2 840.8	2 889.3	2 931.6	3 012.6	3 109.7	3 214.8	3 321.7	3 429.6	3 538.2	3 647.2
RZAT+WNIP+Wartość firmy+Marki	2 061.9	648.6	634.9	631.6	632.8	634.9	638.9	642.8	647.5	652.8	658.5	664.7
Dł aktywa programowe	179.2	171.5	155.1	178.0	164.1	158.0	156.0	157.2	159.4	162.1	164.9	167.8
Inwest w jedn stow	1.2	1 865.6	1 730.5	1 759.5	1 814.5	1 899.5	1 994.5	2 094.5	2 194.5	2 294.5	2 394.5	2 494.5
Pozostałe dł aktywa trwałe	48.6	260.1	320.3	320.3	320.3	320.3	320.3	320.3	320.3	320.3	320.3	320.3
Aktywa obrotowe	2 821.1	2 020.5	1 058.5	809.5	756.9	708.0	698.6	722.5	748.6	773.0	796.1	806.3
Kr aktywa programowe	241.5	259.2	244.9	267.0	246.2	237.0	234.0	235.9	239.2	243.2	247.4	251.6
Należności handlowe	376.4	317.2	341.9	319.2	329.2	337.2	345.7	352.8	359.7	366.2	372.6	378.8
Kr środki pien o ograniczonym dysponowaniu	0.0	915.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Depozyty bankowe >3mc	75.0	50.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	592.1	308.6	398.5	154.9	111.1	61.6	44.9	58.3	72.8	85.2	96.4	94.8
Rozliczenia mk i inne aktywa obrotowe	1 536.0	170.1	73.2	68.3	70.5	72.2	74.0	75.5	77.0	78.4	79.8	81.1
Aktywa razem	5 112.0	4 966.3	3 899.3	3 698.8	3 688.5	3 720.6	3 808.3	3 937.3	4 070.3	4 202.6	4 334.3	4 453.5
Kapitał własny	923.5	1 359.1	957.3	970.9	1 074.2	1 265.5	1 465.8	1 668.0	1 819.8	1 971.3	2 122.4	2 272.8
Zobow długoterminowe	3 478.5	3 203.9	2 520.1	2 309.6	2 086.5	1 914.3	1 788.1	1 705.0	1 677.7	1 650.4	1 623.1	1 584.1
Dł część kredytów i obligacji	3 295.0	3 151.7	2 488.6	2 278.0	2 054.9	1 882.7	1 756.6	1 673.4	1 646.1	1 618.8	1 591.5	1 552.5
Pozostałe zobow dł	183.5	52.3	31.5	31.5	31.5	31.5	31.5	31.5	31.5	31.5	31.5	31.5
Zobowiązania krótkoterminowe	710.0	403.3	421.8	418.3	527.9	540.8	554.4	564.3	572.8	580.9	588.9	596.6
Zobow kr handlowe	163.6	170.0	133.2	137.4	141.7	145.2	148.8	151.9	154.9	157.7	160.4	163.1
Kr część kredytów i obligacji	292.8	48.2	35.0	18.6	115.8	115.8	115.8	115.8	115.8	115.8	115.8	115.8
Pozostałe zobow i rozliczenia mk	253.6	185.1	253.7	262.2	270.3	279.8	289.8	296.6	302.2	307.5	312.7	317.7
Pasywa razem	5 112.0	4 966.3	3 899.3	3 698.8	3 688.5	3 720.6	3 808.3	3 937.3	4 070.3	4 202.6	4 334.3	4 453.5
CF [mln PLN]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CF operacyjny	435.2	325.2	596.1	493.4	549.6	539.4	519.7	519.7	516.5	523.7	531.4	539.4
CF inwestycyjny	48.1	530.1	21.7	-53.9	-62.0	-64.7	-67.6	-69.4	-70.5	-71.4	-72.4	-73.4
CF finansowy	-319.4	-1 207.5	-527.0	-683.1	-531.5	-524.1	-468.9	-436.8	-431.5	-439.7	-448.0	-467.6
Środki pieniężne sop	480.3	592.1	308.6	398.5	154.9	111.1	61.6	44.9	58.3	72.8	85.2	96.4
Środki pieniężne eop	592.1	308.6	398.5	154.9	111.1	61.6	44.9	58.3	72.8	85.2	96.4	94.8

Wybrane dane finansowe	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody zmiana r/r	-10.8%	-7.8%	-1.9%	2.7%	3.1%	2.4%	2.5%	2.1%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
EBITDAadj. zmiana r/r	-18%	-13%	1%	4%	5%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITadj. zmiana r/r	-14%	-24%	10%	8%	5%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Wynik netto zmiana r/r	---	---	---	---	33%	27%	2%	4%	-8%	2%	2%	2%
Marża EBITDAadj.	32.9%	31.0%	32.0%	32.6%	33.1%	33.2%	33.3%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%
Marża EBITadj.	29.3%	24.2%	27.2%	28.5%	29.1%	29.3%	29.5%	29.6%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%
Marża netto	-18.5%	30.7%	-12.7%	16.8%	21.6%	26.8%	26.6%	27.2%	24.4%	24.5%	24.6%	24.7%
Dług %	3 598	3 200	2 522	2 297	2 171	1 999	1 872	1 789	1 762	1 735	1 707	1 668
Odsetki/EBITDAadj.	62%	76%	111%	34%	29%	26%	23%	21%	20%	19%	18%	18%
Dług netto	2 931	1 926	2 123	2 142	2 060	1 937	1 827	1 731	1 689	1 649	1 611	1 574
Dług netto (po korekcie o udziały w Onet.pl i nc+)	---	60	393	382	245	37	-167	-364	-505	-645	-784	-921
Dług netto/EBITDAadj.	5.2x	3.9x	4.3x	4.1x	3.8x	3.5x	3.2x	2.9x	2.8x	2.7x	2.6x	2.5x
CAPEX / Przychody	13.5%	23.1%	5.4%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
CAPEX / Amortyzacja	82%	383%	112%	97%	102%	103%	105%	106%	107%	108%	108%	109%
Amortyzacja / Przychody	16.5%	6.0%	4.8%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%

Wybrane wskaźniki rynkowe	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
P/E	---	11.5x	---	21.0x	15.8x	12.4x	12.2x	11.7x	12.8x	12.5x	12.2x	12.0x
P/CE	---	9.7x	---	16.9x	13.4x	10.9x	10.7x	10.3x	11.1x	10.9x	10.6x	10.4x
P/BV	6.1x	4.1x	5.9x	5.8x	5.2x	4.4x	3.8x	3.4x	3.1x	2.9x	2.7x	2.5x
EV/EBITDA adj.	15.1x	11.5x	12.1x	11.5x	10.8x	10.1x	9.5x	8.9x	8.5x	8.1x	7.8x	7.4x
EV/EBIT adj.	17.0x	14.8x	14.2x	13.2x	12.2x	11.4x	10.7x	10.0x	9.6x	9.1x	8.7x	8.3x
EV/S	5.0x	4.8x	5.0x	4.9x	4.7x	4.5x	4.3x	4.2x	4.1x	4.0x	3.9x	3.8x
EPS	-0.92	1.40	-0.57	0.77	1.03	1.30	1.33	1.38	1.27	1.30	1.32	1.35
BVPS	2.67	3.92	2.76	2.80	3.10	3.65	4.22	4.80	5.23	5.66	6.09	6.51
DPS	0.04	0.10	0.64	0.00	0.00	0.75	0.75	0.80	0.83	0.86	0.89	0.92

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdom.pl
Strategia, media/rozrywka, finanse, stal

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdom.pl
materiały budowlane, budownictwo, petrochemia

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdom.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdom.pl
deweloperzy

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdom.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdom.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdom.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdom.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
trzymaj	16.32	kupuj	12.85	21.03.2014	16.2	50 628
kupuj	12.85	---	---	03.06.2013	10.5	47 310

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'14:

Kupuj	5	45%
Akumuluj	3	27%
Trzymaj	1	9%
Redukuj	1	9%
Sprzedaj	1	9%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT – wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC – średni ważony koszt kapitału
 CAGR – średnioroczny wzrost
 EPS – zysk netto na 1 akcję
 DPS – dywidenda na 1 akcję
 CEPS – suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA – stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena, jaką według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Klauzule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.
 Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.
 Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 21.03.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 26.03.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.
 Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.
 Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.
 W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.
 Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie zależne od wyników finansowych BDM, które zależą, między innymi, od wyniku pozostałych usług oferowanych przez BDM w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie to nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.
 Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.
 BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji.
 Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.
 BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.
 Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.