

Nadawcy telewizyjni w Europie Środkowo-Wschodniej

28 stycznia 2010

(tłumaczenie)

Rekomendacje

		Kurs	Kapitalizacja (mln €)	C/Z (x)		EV/EBITDA (x)		Wycena	Potencjał wzrostu
				2010P	2011P	2010P	2011P		
CME	Kupuj (podwyższona)	29,56	1 304	-	22,6	15,3	9,2	33,00	12%
CTC	Kupuj (podwyższona)	14,13	1 568	15,9	11,5	10,6	7,8	18,00	27%
TVN	Kupuj (podtrzymana)	14,05	1 181	25,6	17,9	10,9	7,8	16,50	17%

Źródło: KBC Securities, Bloomberg

kursy zamknięcia z 27/01/2010

Oczekujemy, że w 2010 roku kursy nadawców telewizyjnych w Europie Środkowo-Wschodniej będą się zachowywać lepiej od lokalnych indeksów giełdowych; wyceny są coraz atrakcyjniejsze, poprawiły się także perspektywy zysków w oczekiwaniu na ożywienie rynków reklamy w 2011 roku. Podwyższyliśmy o 4-5% prognozy skorygowanego EBITDA na lata 2010-2011 i zakładamy w 2010 i 2011 roku wzrost średniego skorygowanego EBITDA odpowiednio o 26% i 46%. Notowani przy średnim wskaźniku 8,3x EV/EBITDA na 2011P nadawcy telewizyjni w Europie Środkowo-Wschodniej nie różnią się od zachodnich odpowiedników. Jednakże uważamy, że uzasadniona jest premia, ponieważ oczekujemy, że w 2012 roku tempo wzrostu EBITDA nadawców środkowo- i wschodnioeuropejskich będzie 3 razy większe niż ich zachodnich konkurentów. Preferujemy CTC Media (Kupuj, 27% potencjału wzrostu), która powinna skorzystać na ożywieniu rosyjskiego rynku reklamy telewizyjnej (+19% w latach 2010-2014). Podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla TVN (17% potencjału wzrostu) i podwyższamy rekomendację dla CME (12% potencjału wzrostu) z Trzymaj do Kupuj.

Podsumowanie

- **Ożywienie nakładów na reklamę telewizyjną w 2011...** Biorąc pod uwagę gospodarcze ożywienie, na rynki reklamy telewizyjnej w regionie powinien powrócić długoterminowy trend wzrostowy. Prognozujemy w latach 2010-2013 największą składaną roczną stopę wzrostu w Rosji i Rumunii (17-20%), a na dojrzałych rynkach: polskim i czeskim, 9%. Oczekujemy, że rynki zaczną dyskontować perspektywy poprawy w II połowie br.
- **... po trudnym 2010.** Rynki reklamy telewizyjnej w regionie w 2009 roku spadły o 15-30%. Powrót wzrostu na te rynki w 2010 jest jeszcze mało prawdopodobny, ponieważ perspektywy odbicia popytu konsumenckiego wydają się odległe ze względu na trudną sytuację na rynku pracy i perspektywy wzrostu płac. Jednakże Polska ma stosunkowo mocne perspektywy i zakładamy 5% wzrost rynku reklamy telewizyjnej w br. Dynamika powinna już w II kwartale osiągnąć wartości dodatnie.
- **Poprawa EBITDA.** W latach 2009-2012 prognozujemy 33% składaną roczną stopę wzrostu EBITDA dla wschodnio- i środkowoeuropejskich nadawców telewizyjnych pod wpływem i) wzrostu nakładów na wydatki reklamowe, ii) programów oszczędności kosztów, oraz ii) umocnienia walut lokalnych. Te dwa ostatnie czynniki powinny, według naszych szacunków, spowodować 26% wzrost EBITDA już w br., natomiast pierwszy pojawi się, naszym zdaniem, w 2011. Prognozujemy, że w latach 2009-2012 EBITDA spółek regionalnych ponad trzykrotnie przekroczy wzrost zachodnich konkurentów.
- **Preferujemy CTC.** Poprawiły się perspektywy zysków spółki ze względu na oczekiwania na umocnienie RUB w stosunku do USD w latach 2011-2012 w połączeniu z niższymi wydatkami programowymi, co powinno wpłynąć korzystnie na rentowność, bez zagrożenia dla realizacji docelowego udziału w widowni. Notowana przy 7,8x EV/EBITDA na 2011P, spółka ma 15% dyskonto do CME, które jest, naszym zdaniem, zbyt wysokie, zważywszy podobne perspektywy wzrostu obu spółek w 2012 i latach późniejszych.

Leszek Iwaszko, CFA

+48 22 581 08 08

leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl

Piotr Janik

+48 22 581 09 19

piotr.janik@kbcsecurities.pl

Zsolt Papp, makroekonomista

+44 207 614 66 67

zsolt.papp@kbcfp.com

- **Kupuj TVN.** Uważamy, że TVN powinien być beneficjentem ożywienia polskiego rynku reklamy, którego oczekujemy już w II kw. br. Na EBITDA spółki pozytywnie powinien oddziaływać wzrost segmentu internetowego i telewizji cyfrowej odrabiającej straty. Notowana przy 7,8x EV/EBITDA na 2011P, spółka ma 15% dyskonto do porównywalnych spółek, które jest uzasadnione częściowo przez obawy dotyczące ładu korporacyjnego. Jednakże uważamy, że sektor jest niedowartościowany i walor powinien być notowany przy wyższych wskaźnikach.
- **Kupuj CME.** W ciągu ostatnich 2 dni kurs akcji spółki stracił w większości to, co zyskał po wyjściu CME z Ukrainy. Notowana przy 9,2x EV/EBITDA CME nadal ma 17% premię w stosunku do swoich regionalnych konkurentów, co w naszej ocenie nie jest całkiem uzasadnione. Jednak uważamy, że perspektywy wzrostu w sektorze uzasadniają wyższe wskaźniki i oceniamy walor jako niedowartościowany.

Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

EBITDA = EBIT + amortyzacja
EPS = zysk netto/ liczba akcji
DPS = dywidenda na akcję
BVPS = wartość księgową/ liczba akcji
Marża EBITDA = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży
Marża zysku operacyjnego = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży
CFPS = Cash flow/ liczba akcji
Dług netto = zadłużenie odsetkowe – gotówka
ROE = zysk netto/ średni kapitał własny
EV = kapitalizacja rynkowa + Dług netto
P/E = kurs rynkowy/ EPS
P/CF = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)
P/BV = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgową
P/S = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży
Stopa dywidendy = DPS/ kurs rynkowy *100%

Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

System rekomendacji

Kupuj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,
Trzymaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,
Sprzedaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendację w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

Rekomendacje wydane dla spółki CME w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (USDł)	Kurs (USD)	Rekomendacja	Data wydania
CME	14,50	8,77	Kupuj	17 stycznia 2009
CME	11,24	14,19	Sprzedaj	25 marca 2009
CME	30,80	33,09	Trzymaj	15 września 2009
CME	28,40	28,00	Trzymaj	21 października 2009
CME	33,00	29,56	Kupuj	28 stycznia 2010

Rekomendacje wydane dla spółki CTC w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (USDł)	Kurs (USD)	Rekomendacja	Data wydania
CTC	14,00	17,10	Kupuj	18 listopada 2009
CTC	18,00	14,13	Kupuj	28 stycznia 2010

Rekomendacje wydane dla spółki TVN w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
TVN	12,29	9,25	Kupuj	17 lutego 2009
TVN	10,93	12,35	Sprzedaj	3 czerwca 2009
TVN	10,87	11,30	Trzymaj	20 lipca 2009
TVN	17,00	13,80	Kupuj	7 września 2009
TVN	16,50	14,99	Kupuj	27 października 2009
TVN	15,40	13,29	Kupuj	18 listopada 2009
TVN	16,50	14,05	Kupuj	28 stycznia 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacje inwestycyjne:

22 KUPUJ	50%
13 TRZYMAJ	30%
9 SPRZEDAJ	20%

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
Banki	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>
Paliwa, Farmaceutyki	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
Telekomunikacja, Media,	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
IT	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
Handel Detaliczny	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
Przemysł, Metale	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
Nieruchomości	Lucian Albuлесcu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albuлесcu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bernatk@kbcsecurities.pl</i>
Koordynator	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
Tłumacz	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>

Makroekonomia

Zsolt Papp +44 20 7614 6667 *zsolt.papp@kbcfp.com*

Departament Sprzedaży Detalicznej

Urszula Kowalska +48 22 581 07 99 *urszula.kowalska@kbcsecurities.pl*

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.

Copyright: © 2010 KBC Securities

www.kbcsecurities.com

Brussels
+32 2 417 44 04

London
+44 20 7283 9666

New York
+1 212 845 22 89

Paris
+33 1 53 05 35 55