

Sektor mediowy w Europie Środkowo-Wschodniej

(tłumaczenie)

28 listopada 2008

Rekomendacje

		Kurs*	Kapitalizacja rynkowa* (mln EUR)	C/Z* (x)		EV/EBITDA* (x)		Wycena	Potencjał wzrostu (%)
				2008P	2009P	2008P	2009P		
Agora	Trzymaj	16,47	240,2	13,2	11,7	4,6	3,8	17,21	4,5%
Cinema City	Trzymaj	15,50	209,0	12,2	9,6	7,1	6,3	16,73	7,9%
Cyfrowy Polsat	Kupuj	14,00	996,4	15,1	12,2	11,2	8,6	16,72	19,4%
CME**	Kupuj	13,30	438,8	5,3	12,5	4,9	5,7	27,80	109,0%
TVN	Kupuj	12,60	1 167,4	11,2	10,8	8,2	7,7	16,28	29,2%

Źródło: KBC Securities

** USD

*kursy zamknięcia z 26/11/2008

Od początku roku kursy akcji spółek mediowych w Europie Środkowo-Wschodniej spadły o 62%, dając zwrot niższy o 33% niż indeks FTSE 350 Media i powodując, że wyceny sektora stały się atrakcyjne. Mimo że perspektywy zysków spółek mediowych pozostają pod negatywnym wpływem spowolnienia gospodarczego, uważamy, że ten czynnik jest już uwzględniony w wycenach.

- **Trzymaj Agorę (↓).** Zależność od segmentu prasowego oraz niewystarczająca ekspozycja na Internet powoduje, że biznes spółki wydaje się najbardziej wrażliwy na wpływ spowolnienia gospodarczego. Oczekujemy, że zarząd podniesie cenę Gazety Wyborczej, aby poprawić rentowność. Obecnie spółka jest notowana z bezprecedensowym dwucyfrowym dyskontem do zachodnich porównywalnych spółek.
- **Trzymaj Cinema City (↓).** Podobają nam się silne fundamenty biznesu kinowego, który uważamy za odporny na wpływ spowolnienia gospodarczego, jednak spodziewamy się opóźnień w uruchomieniu nowych sal kinowych i obniżamy wycenę z uwagi na ekspozycję na sektor nieruchomości.
- **Kupuj Cyfrowy Polsat (pierwsza rekomendacja).** Spółka ma profil największego wzrostu zysków w sektorze przy stosunkowo niskim ryzyku ze względu na przychody oparte na abonamencie i poprawiającą się rentowność, stymulowaną niższymi kosztami pozyskania klientów.
- **Kupuj CME (→).** Naszym zdaniem, spółka jest najbardziej poszkodowanym walorem, dla którego rynek uwzględnia nierealistycznie negatywny scenariusz. Oczekujemy, że CME przetrwa kryzys w stosunkowo dobrej kondycji, dzięki i) swojej pozycji lidera na kluczowych rynkach, gdzie prowadzi swoją działalność, ii) korzystnej dywersyfikacji geograficznej tej działalności oraz iii) planom oszczędności kosztów.
- **Kupuj TVN (→).** Spółka ma najlepszą ekspozycję na rynek reklamowy w regionie i znaczącą obecność w telewizji i Internecie. Oczekujemy, że główny kanał TVN zwiększy udział w rynku podczas spowolnienia gospodarczego za sprawą lepszego od konkurencji demograficznego profilu widowni i profilu reklamodawców, którzy są zorientowani bardziej na dobra podstawowe, niż to ma miejsce na rynkach zachodnich.

Leszek Iwaszko, CFA

+48 22 581 08 08

leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl

Grzegorz Litynski, CFA

+48 22 581 08 07

grzegorz.litynski@kbcsecurities.pl

Robert Maj

+48 22 581 08 24

robert.maj@kbcsecurities.pl

Zsolt Papp

Główny makroekonomista

+44 207 614 66 67

zsolt.papp@kbcfp.com

Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

EBITDA = EBIT + amortyzacja

EPS = zysk netto/ liczba akcji

DPS = dywidenda na akcję

BVPS = wartość księgowa/ 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 księgowa

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 rekomendacje 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 dla spółki Agora wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Data wydania	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja
28 listopada 2008	17,21	16,47	Trzymaj
6 czerwca 2008	43,20	35,64	Kupuj
28 lutego 2008	45,20	43,33	Trzymaj
13 listopada 2007	48,10	51,10	Trzymaj

Rekomendacje dla spółki Cinema City wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Data wydania	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja
28 listopada 2008	16,73	15,50	Trzymaj
29 stycznia 2008	36,30	27,70	Kupuj

Rekomendacje dla spółki CME wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Data wydania	Wycena	Kurs	Rekomendacja
28 listopada 2008	27,80 USD	13,30 USD	Kupuj
31 marca 2008	117,0 USD	85,4 USD	Kupuj

Rekomendacje dla spółki TVN wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Data wydania	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja
28 listopada 2008	16,28	12,60	Kupuj
29 maja 2008	25,4	18,8	Kupuj

Rekomendacje dla spółki Cyfrowy Polsat wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Data wydania	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja
28 listopada 2008	16,72	14,00	Kupuj

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 40 rekomendacji inwestycyjnych:

30 Kupuj	75%
96 Trzymaj	23%
1 Sprzedaj	3%

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
Banki	Marta Czajkowska	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>
Materiały budowlane	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
IT	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
Media	Grzegorz Lityński, CFA	+48 22 581 08 07	<i>grzegorz.litynski@kbcsecurities.pl</i>
	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
Telekomunikacja	Pamela Antay	+32 2 429 3701	<i>pamela.antay@kbcsecurities.be</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>
	Layos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>layos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
Nieruchomości	Robert Keller	+420 221 424 136	<i>keller@patria.cz</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bermatek@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	<i>zsolt.papp@kbcfp.com</i>
--	------------	------------------	-----------------------------

Departament Sprzedaży Detalicznej

+48 22 581 03 56

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 instrumentów finansowych, 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.