

Generator gotówki

Inicjacja z rekomendacją Kupuj i ceną docelową PLN10,9

Spodziewamy się, że Kino Polska TV powinno wygenerować ok. PLN70mn wolnych przepływów pieniężnych (FCF) w latach 2020-22P, co stanowi 47% obecnej kapitalizacji spółki. Generowanie wysokiego FCF postrzegamy jako główną zaletę modelu biznesowego firmy. Powinno to umożliwić szybkie oddłużenie, torując drogę do wznowienia wypłat znaczących dywidend. Kino Polska TV jest notowane przy P/E 2020-21P na poziomie 7,9x i 6,7x, co stanowi 26% i 12% dyskonto do europejskich nadawców telewizyjnych. Uważamy, że po wznowieniu płatności dywidend mnożniki zysków spółki powinny wzrosnąć. Inicjujemy Kino Polska TV z rekomendacją Kupuj i ceną docelową PLN10,9.

Model biznesowy. Kino Polska TV dostarcza treści dla operatorów płatnych telewizji, a także emituje dwa kanały ogólnodostępne w Polsce. Kanały dystrybuowane za pośrednictwem płatnych telewizji (m.in. FilmBox, Kino Polska) to stosunkowo dojrzały biznes, charakteryzujący się umiarkowanym wzrostem i wysokimi marżami. Generują stabilny strumień przychodów w dużej mierze uzależniony od liczby abonentów. Kanały ogólnodostępne (Stopklatka, Zoom TV) są stosunkowo młode, szybciej się rozwijają, ale nie osiągnęły jeszcze progu rentowności. Opierają się na przychodach z reklam, które mają charakter cykliczny i zmienny.

Prognozy zysków. Prognozujemy, że Kino Polska TV dostarczy płaskie zyski w 2020P (PLN18,8mn). Pandemia wpłynęła negatywnie na rynek reklamy telewizyjnej (-35% r/r w 2Q20), ale 1) reklama stanowiła tylko jedną trzecią przychodów spółki oraz 2) w pierwszej połowie 2020 przychody reklamowe Kino Polska TV zachowywały się lepiej niż rynek dzięki wzrostowi udziału w oglądalności. Prognozujemy, że zysk netto wzrośnie o 17% do PLN22,0mn w 2021P oraz o 14% do PLN25,1mn w 2022P. Spodziewamy się, że głównym motorem wzrostu zysków będzie poprawa rentowności w kanałach ogólnodostępnych.

Zarządzenie kapitałem. Kino Polska TV zmniejszył wypłaty dywidend w 2018 z powodu wzrostu dźwigni finansowej po przejęciu Stopklatki oraz nie wypłacił dywidendy w ogóle w tym roku z powodu pandemii. Działalność spółki generuje wysokie wolne przepływy pieniężne: prognozujemy FCF na poziomie ok. PLN23mn rocznie w latach 2020-22P, co powinno pozwolić na szybkie oddłużenie (zadłużenie netto wyniosło PLN51mn na koniec czerwca 2020) i wznowienie wypłat dużych dywidend.

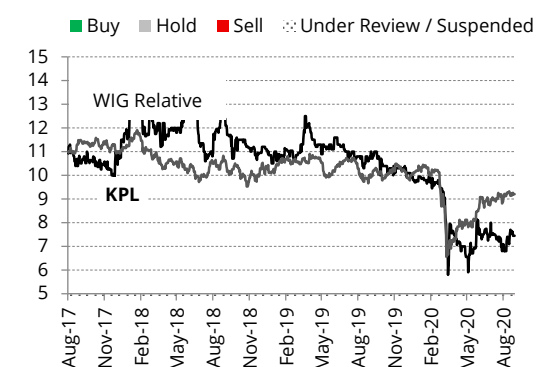
Wycena i ryzyka. Ustaliliśmy cenę docelową na PLN10,9 w oparciu o DCF i wycenę wskaźnikową z wagami 50%/50%. Zwracamy uwagę, że nadawcy telewizyjni handlują się na niskich wskaźnikach (jednocyfrowe P/E) i zwykle oferują wysokie jednocyfrowe stopy dywidendy. Uważamy, że jest to odzwierciedleniem wyzwań, jakie serwisy streamingu wideo stanowią dla światowych telewizji. Kino Polska TV jest notowana przy P/E 2020-21P na poziomie 7,9x i 6,7x, z 26% i 12% dyskontem dla europejskich nadawców telewizyjnych. Uważamy, że po wznowieniu płatności dywidend mnożniki zysków spółki powinny wzrosnąć. Inne ryzyka obejmują makro (rynek reklam jest cykliczny), regulacje (np. ryzyko odnowienia licencji) oraz transakcje z podmiotami powiązanymi.

Kino Polska TV: Podsumowanie finansowe oraz wskaźniki

PLNmn	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	123,3	149,2	201,6	202,6	215,7	229,7
EBITDA skor. *	24,5	28,5	34,4	33,8	38,3	42,0
EBIT	21,2	41,7	26,1	25,7	29,7	32,8
Zysk netto skor.**	15,9	18,5	18,5	18,8	22,0	25,1
P/E (x)	14,5	12,7	11,6	7,9	6,7	5,9
EV/ EBITDA skor. (x)	9,9	10,4	8,0	5,7	4,6	4,0
Stopa dywidendy (%)	9,7%	4,6%	2,8%	0,0%	3,8%	7,4%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie *skorygowane o amortyzację aktywów programowych **skorygowane o wydarzenia jednorazowe
Historyczna wskaźniki (2017-19) obliczone na bazie historycznych średnich cen

Rekomendacja	Kupuj
12M Cena docelowa (PLN)	10,9
Cena (PLN, 31 sierpnia 2020)	7,4
Kapitalizacja (PLNmn)	148
Free float	21%
Liczba akcji (mn)	19,8



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG

Główni akcjonariusze	% głosów
SPI International	65,2
Ipopema TFI	8,6
NN OFE	5,2

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Opis spółki

Kino Polska TV zajmuje się produkcją i dystrybucją programów telewizyjnych za pośrednictwem kablowych i satelitarnych operatorów TV, platform internetowych oraz emisją ogólnodostępnych kanałów telewizyjnych. Kanały FilmBox, Kino Polska, Stopklatka i Zoom TV to główne kanały telewizyjne spółki.

Analitik

Tomasz Krukowski, CFA, Analityk akcji

+48 22 586 81 55 tomasz.krukowski@santander.pl

Fig. 1. Wskaźniki, założenia i prognozy finansowe

Podstawowe wskaźniki	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS (PLN)	0.83	0.77	0.80	0.93	0.94	0.95	1.11	1.27
DPS (PLN)	1.00	1.00	1.13	0.55	0.30	0.00	0.28	0.56
Liczba akcji (mn)	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
MCAP (PLNmn)	272	249	231	234	215	149	149	149
EV (PLNmn)	265	247	242	297	275	192	177	166
P/E skor. (x)	16.5	16.2	14.5	12.7	11.6	7.9	6.7	5.9
Stopa dywidendy (%)	7.3%	8.0%	9.7%	4.6%	2.8%	0.0%	3.8%	7.4%
Stopa FCF (x)	3.5%	6.4%	4.3%	-15.8%	7.9%	14.0%	15.7%	17.2%
EV/Sprzedaż (x)	2.5	2.2	2.0	2.0	1.4	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA skor. (x)	11.7	11.8	9.9	10.4	8.0	5.7	4.6	4.0
Rachunek zysków i strat (PLNmn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przychody	107.1	113.9	123.3	149.2	201.6	202.6	215.7	229.7
Emisja	67.8	76.4	81.5	90.5	102.6	114.7	120.4	126.5
Reklama	21.5	22.4	26.4	47.2	69.0	71.1	78.0	85.4
Inne	17.8	15.1	15.4	11.5	30.0	16.8	17.3	17.8
Koszty operacyjne	82.5	93.9	101.3	124.9	173.9	175.0	185.5	196.4
Pozostałe koszty operacyjne., netto	2.7	1.5	0.6	0.0	1.6	1.9	0.5	0.5
Inne przychody, netto	-1.1	-0.2	-0.2	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	20.7	18.4	21.2	41.7	26.1	25.7	29.7	32.8
Koszty finansowe, netto	-0.2	0.4	1.2	2.4	2.8	2.8	2.1	1.4
Zysk brutto	20.9	18.0	20.1	39.3	23.3	22.9	27.6	31.4
Podatek dochodowy	3.1	4.1	4.1	3.2	4.7	4.1	5.5	6.3
Zyski akcjonariuszy mniejszościowych	-0.4	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	16.4	15.3	15.9	36.4	18.5	18.8	22.0	25.1
Zysk netto skorygowany*	16.4	15.3	15.9	18.5	18.5	18.8	22.0	25.1
EBITDA skorygowana**	22.6	20.8	24.5	28.5	34.4	33.8	38.3	42.0
Struktura EBIT (PLNmn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FilmBox	7.2	7.0	16.3	16.6	18.2	20.0	20.5	20.5
Kino Polska	12.9	13.0	13.5	13.8	11.7	11.5	11.5	11.5
Stopklatka	0.0	0.0	0.0	-2.0	-0.3	-1.0	1.0	2.0
Zoom TV	0.0	0.0	-11.8	-8.4	-5.3	-6.5	-4.5	-2.5
Inne	0.6	-1.7	3.2	3.7	1.8	1.7	1.2	1.3
EBIT skor.*	20.7	18.4	21.2	23.7	26.1	25.7	29.7	32.8
Bilans (PLNmn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Rzeczowe aktywa trwałe	5.1	5.2	4.3	5.5	9.5	9.5	9.5	9.5
Wartość firmy	1.9	0.0	0.0	55.7	55.7	55.7	55.7	55.7
Aktywa programowe długoterminowe	32.4	37.0	41.3	49.8	48.9	51.2	52.2	53.2
Inne wartości niematerialne	0.4	33.1	31.4	40.0	35.6	31.5	28.1	25.3
Inne aktywa trwałe	4.2	7.2	7.2	3.0	2.6	2.6	2.6	2.6
Zapasy	0.2	0.2	0.9	1.2	0.1	1.0	1.1	1.1
Aktywa programowe krótkoterminowe	8.9	7.0	4.3	4.1	7.0	5.7	5.8	5.9
Należności handlowe	24.6	29.7	29.7	36.3	59.2	58.8	62.6	66.6
Środki pieniężne	7.2	9.0	3.3	4.6	4.8	23.2	37.6	48.9
Inne aktywa obrotowe	12.7	2.2	1.1	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
Suma Aktywów	97.5	130.6	123.5	201.5	224.9	240.7	256.6	270.4
Kapitały własne	71.3	66.4	59.5	77.2	89.4	108.2	124.6	138.7
Kapitały udziałowców mniejszościowych	-0.5	0.0	0.0	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
Zadłużenie krótko- i długoterminowe	0.2	7.0	14.4	67.3	65.4	66.1	66.1	66.1
Zobowiązania z tytułu koncesji	0.0	12.6	11.6	16.9	14.3	11.1	7.9	4.7
Zobowiązania handlowe	20.9	31.8	20.9	30.6	45.3	44.9	47.6	50.5
Inne zobowiązania	5.6	12.8	17.1	8.9	10.2	10.2	10.2	10.2
Suma Pasywów	97.5	130.6	123.5	201.5	224.9	240.7	256.6	270.4
Zadłużenie netto	-7.0	-2.0	11.2	62.7	60.6	43.0	28.5	17.2
Zadłużenie netto/ EBITDA skor. (x)	-0.3	-0.1	0.5	2.2	1.8	1.3	0.7	0.4
Przepływy pieniężne (PLNmn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przepływy operacyjne	20.3	20.2	11.1	19.7	22.9	24.9	28.5	32.0
Capex	-0.8	-0.7	-1.8	-3.5	-4.4	-4.1	-5.2	-6.4
FCF organiczny	19.6	19.5	9.3	16.1	18.4	20.8	23.3	25.5
Przejęcie i inne inwestycje	-10.1	-3.7	0.7	-53.3	-1.4	0.0	0.0	0.0
Całkowity FCF	9.4	15.8	10.0	-37.1	17.0	20.8	23.3	25.5
Dywidendy wypłacone	-19.8	-19.8	-22.4	-10.9	-5.9	0.0	-5.6	-11.0

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie* skorygowane o wydarzenia jednorazowe, ** skorygowane o amortyzację aktywów programowych

Wycena i ryzyka

Cenę docelową ustalamy na 10,9 zł w oparciu o DCF i wycenę wskaźnikową z wagami 50%/50%

Fig. 2. Kino Polska TV: Podsumowanie wyceny

Metoda	Wartość (PLN)	Waga
DCF	14,7	50%
Wycena wskaźnikowa	7,0	50%
Cena docelowa (PLN)	10,9	

Źródło: Santander Brokerage Poland

DCF

Opracowaliśmy 7-letni model DCF, podczas którego spodziewamy się średniorocznego wzrostu przychodów Kino Polska TV na poziomie 4%. Uważamy, że model biznesowy oparty na usługach telewizji linearnej będzie coraz bardziej zagrożony w średnim i długim okresie przez globalnych graczy oferujących usługi streamingu video, dlatego zakładamy zerową stopę wzrostu po okresie prognozy.

W odniesieniu do rentowności, zakładamy poprawę marż w latach 2021-23P w związku z poprawą sytuacji w Stopklatce i Zoom TV. Następnie spodziewamy się, że presja na marże pojawi się jako funkcja zwiększonej konkurencji ze strony dostawców usług nielinearnych.

Wyceniamy Kino Polska TV przy użyciu DCF na PLN14,7/ akcję. Stosujemy WACC 8,0% na podstawie CAPM z 3,0% RFR (na podstawie 7-letniej średniej dla polskich 10-letnich obligacji skarbowych), ERP na poziomie 5% i bety 1,2x.

Fig. 3. Kino Polska TV: Podsumowanie DCF

PLNmn	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	LT
Przychody	201,6	202,6	215,7	229,7	240,0	248,0	253,4	257,5
EBIT	26,1	25,7	29,7	32,8	35,5	35,5	35,0	33,5
marża EBIT	12,9%	12,7%	13,8%	14,3%	14,8%	14,3%	13,8%	13,0%
Stopa podatkowa	20%	18%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Podatek od EBIT	5,3	4,6	5,9	6,6	7,1	7,1	7,0	6,7
NOPAT	20,8	21,0	23,8	26,2	28,4	28,4	28,0	26,8
D&A	50,1	51,7	55,0	58,6	61,2	63,2	64,6	65,7
Capex	4,4	4,1	5,2	6,4	7,7	8,9	10,1	10,3
Wydatki na aktywa programowe	42,4	44,6	47,5	50,5	52,8	54,6	55,8	56,6
Zamiana w kapitale pracującym	-8,0	-1,0	-1,1	-1,2	-0,9	-0,7	-0,5	-0,3
FCF	16,1	23,1	25,0	26,7	28,2	27,4	26,3	25,2

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Wycena wskaźnikowa

Wybraliśmy grupę sześciu nadawców telewizyjnych działających w Europie. Są to: Grupa RTL, M6-Metropole, Mediaset SPA, ProSiebenSat, Mediaset Espana i ITV. W przeciwieństwie do Kino Polska TV, spółki te w dużej mierze koncentrują się na segmencie telewizji ogólnodostępnych, a tym samym są znacząco uzależnione od przychodów z reklam. Pomimo tego, jako dostawcy telewizji linearnej, uważamy, że stanowią odpowiednią grupę porównawczą dla Kino Polska TV.

W naszej wycenie wskaźnikowej skupiamy się na trzech wskaźnikach: P/E, EV/EBITDA i stopie dywidendy. Zgodnie z konsensusem Bloomberg, nasza grupa porównawcza handluje się na:

- P/E 10,7x dla 2021P, 7,6x dla 2021P i 7,0x dla 2022P.
- EV/EBITDA 6,1x dla 2021P, 5,2x dla 2021P i 5,0x dla 2022P.
- Stopie dywidendy 0% dla 2020P (wszystkie spółki zawiesiły dywidendy z powodu pandemii), 8,9% dla 2021P i 9,4% dla 2022P.

Fig. 4. Kino Polska TV: Wskaźniki spółek grupy porównawczej (ceny z 28 sierpnia 2020)

Spółka	Wal.	Cena	MCAP	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			Stopa dywidendy		
				USDmn	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P
KINO POLSKA	PLN	7,50	40	7,9	6,7	5,9	5,7	4,6	4,0	0,0%	3,8%	7,4%
RTL GROUP	EUR	28,20	5,188	11,6	8,4	7,8	6,6	5,3	5,0	0,0%	11,2%	12,0%
M6-METROPOLE TEL	EUR	10,46	1,572	10,6	9,3	8,4	4,9	4,4	4,4	0,0%	8,1%	8,4%
MEDIASET SPA	EUR	1,58	2,213	29,7	13,8	11,3	5,1	4,5	4,6	0,1%	4,0%	4,0%
PROSIEBENSAT.1 M	EUR	9,79	2,713	10,7	6,8	6,1	8,5	6,6	6,3	0,0%	7,1%	8,0%
MEDIASET ESPANA	EUR	2,82	1,098	7,8	6,4	5,7	5,9	5,0	5,0	0,0%	9,8%	10,4%
ITV PLC	GBp	60,72	3,257	7,5	6,1	5,5	6,3	5,5	5,0	0,0%	9,9%	10,9%
MEDIANA				10,7	7,6	7,0	6,1	5,2	5,0	0,0%	8,9%	9,4%

Źródło: Dane spółki, Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Zastosowaliśmy średnie wskaźniki naszej grupy porównawczej do wskaźników finansowych Kino Polska TV za lata 2020-22P (wykorzystujemy EBITDA skorygowaną o amortyzację praw programowych w celu zapewnienia porównywalności). Na podstawie porównania wyceniamy Kino Polska TV na PLN7,0

Fig. 5. Kino Polska TV: Wycena wskaźnikowa

	2020P	2021P	2022P	Średnia
P/E sektora (x)	10,7	7,6	7,0	
Implikowana cena (PLN)	10,1	8,5	8,8	9,1
EV/EBITDA sektora (x)	6,1	5,2	5,0	
Implikowana cena (PLN)	8,3	8,6	9,7	8,9
Stopa dywidendy sektora (x)	0,0%	8,9%	9,4%	
Implikowana cena (PLN)	0,0	3,2	5,9	3,0
Średnia				7,0

Źródło: Dane spółki, Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Ryzyka

Ryzyka makroekonomiczne

Uważamy, że działalność Kino Polska TV jest w dużej mierze zależna do sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych, ponieważ determinuje ona wydatki na rozrywkę oraz popyt na kanały telewizyjne rozpowszechniane za pośrednictwem operatorów płatnej telewizji. Dodatkowo wydatki firm na reklamę, które stanowią ok. 35% przychodów Kino Polska TV ma charakter cykliczny. Historycznie dynamika rynku reklamowego była często dwukrotnie wyższa niż dynamika PKB.

Ryzyka biznesowe

Kino Polska TV jest dostawcą głównie linearnych usług telewizyjnych, podczas gdy taki model biznesowy stoi w obliczu wielu wyzwań spowodowanych przez rosnącą popularność usług streamingu wideo. W Stanach Zjednoczonych liczba klientów płatnej telewizji spada w ostatnich latach, obniżając przychody wszystkich operatorów telewizji liniowej. W konsekwencji TV traci również swój udział w całym rynku reklamy.

Uważamy, że atrakcyjne treści są kluczowym czynnikiem sukcesu dla każdego nadawcy telewizyjnego. Rosnąca konkurencja o atrakcyjne treści doprowadziła już do znacznego wzrostu kosztów treści programowych w niektórych segmentach rynku (np. praw sportowych) i widzimy to ryzyko także w obszarach specjalizacji Kino Polska TV (filmy).

Ryzyka regulacji

Emisja treści telewizyjnych jest działalnością regulowaną w większości jurysdykcji, a najsurowsze przepisy zwykle odnoszą się do segmentu telewizji ogólnodostępnych. Kino Polska TV posiada kilka koncesji na nadawanie w Polsce kanałów ogólnodostępnych (Stopklatka i Zoom TV) i jest narażona na ryzyko odnowienia koncesji. Zwracamy również uwagę na toczącą się w Polsce dyskusję na temat zmian w przepisach dotyczących własności spółek medialnych, ale trudno jest przewidzieć potencjalny wpływ na spółkę.

Transakcje wewnątrzgrupowe

SPV International, 65% udziałowiec Kino Polska TV, jest również dostawcą spółki w obszarze praw licencyjnych. W 2019 roku Kino Polska zakupiło prawa od SPI International za łączną kwotę PLN18mn.

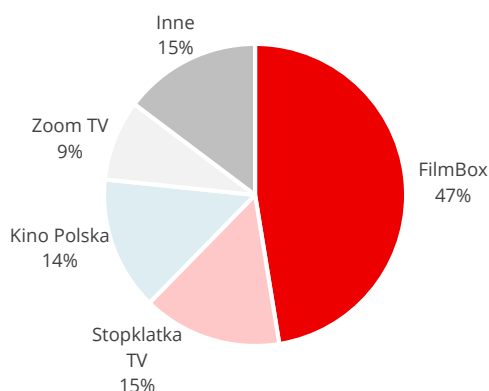
Opis spółki

Kino Polska TV produkuje treści telewizyjne i dystrybuje je poprzez operatorów kablowych i satelitarnych, online, jak i emituje kanały ogólnodostępne. FilmBox, Kino Polska i Stopklatka to główne kanały telewizyjne firmy. Kanały należące do Kino Polska TV, z wyłączeniem kanałów FilmBox, miały 2,3% oglądalności (w grupie docelowej 16-49) w Polsce w 1H 2020.

- Historia firmy sięga 2003, kiedy to prawny poprzednik Kino Polska TV rozpoczął produkcję i dystrybucję Kino Polska, kanału poświęconego polskim filmom. Kanał był rozpowszechniany przez operatorów telewizji kablowej i satelitarnej.
- W 2009 Kino Polska TV rozpoczęła produkcję i dystrybucję kanałów telewizyjnych FilmBox na podstawie odpowiednich umów licencyjnych. W 2013 roku firma zakupiła prawa licencyjne do kanałów FilmBox.
- W 2014 uruchomiono Stopklatka, ogólnodostępny kanał telewizyjny poświęcony filmom. Stopklatka początkowo była przedsięwzięciem typu joint venture pomiędzy Kino Polska TV a Agorą, ale w 2018 roku Kino Polska TV wykupiła pakiet akcji Agory i stała się wiodącym akcjonariuszem.
- W 2016 wystartował Zoom TV, ogólnodostępny kanał poświęcony stylowi życia.

Fig. 6. Kanały FilmBox generują prawie połowę przychodów Kino Polska TV

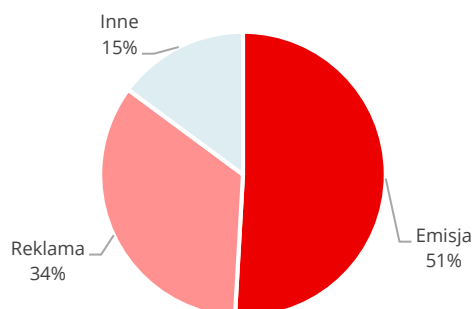
Kino Polska TV: Struktura przychodów (2019)



Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Fig. 7. Przychody z emisji (od operatorów kablowych i satelitarnych) stanowią połowę sprzedaży

Kino Polska TV: Struktura przychodów (2019)



Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Struktura akcjonariatu

Kino Polska TV zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w marcu 2011 roku, spółka wyemitowała 4 mln akcji serii B i pozyskała PLN40mn. Obecnie kapitał zakładowy spółki składa się z 19,8 mln akcji zwykłych. SPI International jest największym akcjonariuszem spółki, kontrolującym 65,1% kapitału akcyjnego i głosów. SPI International pojawił się w Kino Polska TV w 2007 roku.

Fig. 8. Kino Polska TV: Struktura akcjonariatu

Akcjonariusz	Liczba akcji i głosów	Jako % całości
SPI International	12,9	65,1%
Ipopema TFI	1,7	8,6%
NN PTE	1,0	5,2%
Free-flaot	4,2	21,0%
Total	19,8	100,0%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

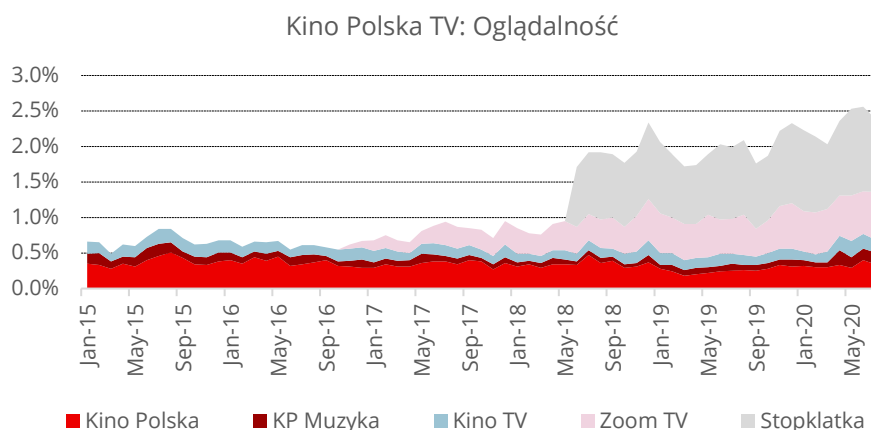
Strategia i model biznesowy

Wzrost udziału w rynku TV w Polsce

Kino Polska TV ma strategiczny cel, aby stać się piątą co do wielkości grupą telewizyjną w Polsce z udziałem w oglądalności na poziomie 2,5-3,0% (w grupie docelowej 16-49).

W ciągu ostatnich pięciu lat kanały Kino Polska, KP Muzyka i Kino TV miały stosunkowo stabilną oglądalność na poziomie 0,5-0,7%. Zoom TV, uruchomiony pod koniec 2016 roku, osiągnął udział w oglądalności na poziomie ok. 0,6% w okresie styczeń-lipiec 2020. Stopklatka, konsolidowana metodą pełną od połowy 2018, miała 1,1% udziału w oglądalności w okresie styczeń-lipiec 2020. W sumie, kanały Kino Polska TV miały 2,3% udziału w oglądalności w Polsce w okresie styczeń-lipiec 2020.

Fig. 9. Kino Polska TV wydaje się być na dobrej ścieżce do osiągnięcia swych celów



Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Uważamy, że branża telewizyjna charakteryzuje się znacznymi korzyściami skali. Wskaźnik mocy (power ratio) zwykle rośnie wraz ze wzrostem udziału w widowni, co podkreśla wagę skali. Dodatkowo wielkość nadawcy zwiększa jego siłę przetargową podczas procesu pozyskiwania treści, co pozwala osiągnąć lepsze ceny. Oba elementy zwiększają marżę. Uważamy, że Kino Polska TV powinno poprawić marżę po osiągnięciu strategicznego celu w zakresie oglądalności.

Stopklatka

Stopklatka rozpoczęła nadawanie ogólnodostępnego kanału poświęconego filmom w 2014, po uzyskaniu odpowiedniej koncesji. W tym czasie Kino Polska posiadało 41% udziałów w projekcie, a kolejne 41% należało do spółki medialnej Agora.

Stopklatka była pierwszym ogólnodostępnym kanałem filmowym w Polsce, dlatego w momencie uruchomienia liczyła na 1% udziału w oglądalności w pierwszym roku działalności i 2-2,5% w kolejnych latach. Rzeczywistość okazała się trudniejsza, ponieważ udział Stopklatki w oglądalności oscylował w ostatnich latach na poziomie około 1%. Dodatkowo przez większą część tego okresu firma albo przynosiła straty, albo co najwyżej wychodziła na zero.

Kino Polska TV kupił 41% udziałów w Stopklatce od Agory w połowie 2018 za PLN32mn, a w kolejnych okresach zwiększała swój udział do prawie 100%. Uważamy, że ocena przejęcia Stopklatki na razie niejednoznaczna.

- Jako czynnik negatywny, akwizycja zwiększyła dźwignię finansową Kino Polska TV (dług netto wzrósł z PLN11,2mn na koniec 2017 do PLN62,7mn na koniec 2018),

co uważamy za główny powód, dla którego spółka znacząco zmniejszyła wypłaty dywidend w latach 2018-2020.

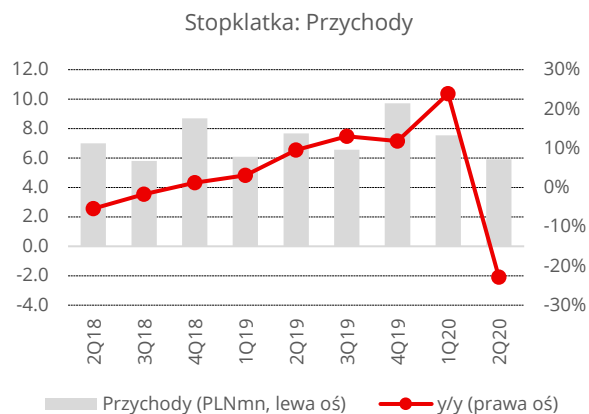
- Jako czynnik pozytywny wskazujemy, że nabycie dodało ok 1 punkt procentowy do oglądalności Kino Polska TV, znacznie zbliżając ją do strategicznego celu 2,5-3%. Kino Polska TV wierzy, że jest w stanie poprawić rentowność Stopklatki. Pełne wkomponowanie w strukturę firmy pozwala na osiągnięcie licznych synergii przychodowych i kosztowych (zwłaszcza w obszarze pozyskiwania i zarządzania treściami). Biorąc pod uwagę specyfikę branży (tj. wcześniejszy zakup treści programowych), zmiana sytuacji wymaga czasu. Zwracamy uwagę, że Stopklatka w okresie styczeń-lipiec 2020 zwiększyła udział w oglądalności do 1,09% z 0,92% w okresie styczeń-lipiec 2019. Stopklatka w 2019 osiągnęła próg rentowności równowagę (strata EBIT 0,3 mln zł). Na wyniki finansowe w 2020P negatywnie wpłynęła pandemia Covid, utrudniając właściwą ocenę zmiany sytuacji.

Fig. 10. Kino Polska TV przejęło kontrolę nad Stopklatką w połowie 2018 roku, od tego czasu oglądalność rośnie.



Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Fig. 11. Dynamika przychodów Stopklatki okazała się dodatnia w 2019 roku i przyspieszyła do ok. 20% w 1Q20. Pandemia miała wpływ na 2Q20.

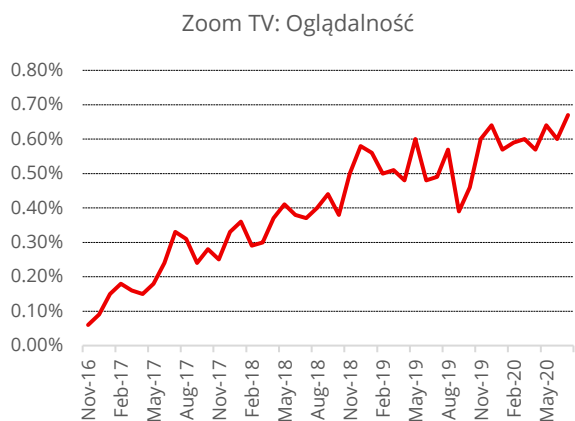


Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Zoom TV

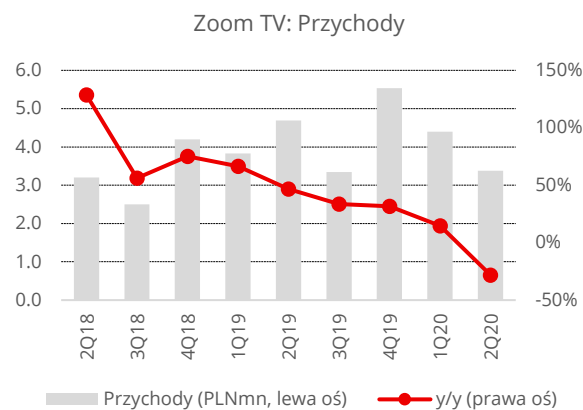
Kino Polska TV rozpoczęło nadawanie Zoom TV w 4Q 2016. Kanał ma charakter lifestyle'owy i jest ogólnodostępny oraz za pośrednictwem operatorów kablowych i satelitarnych. Oglądalność Zoom TV stale rośnie i osiągnęła ok. 0,6% obecnie. Mimo to projekt nie osiągnął progu rentowności: w 2019 roku zanotował stratę EBIT na poziomie PLN5mn. Kino Polska TV ma nadzieję, że za kilka lat kanał będzie rentowny.

Fig. 12. Oglądalność Zoom TV osiągnęła 0,6%...



Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Fig. 13....ale projekt cały czas przynosi straty

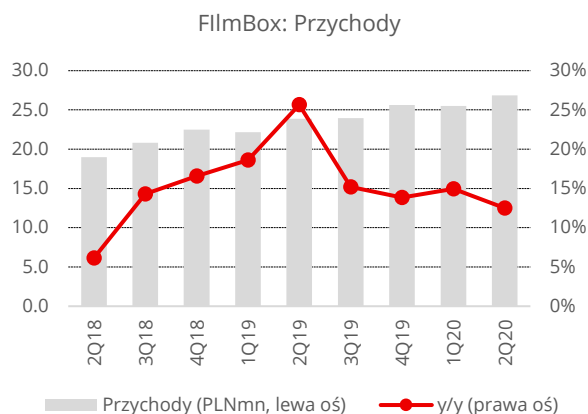


Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

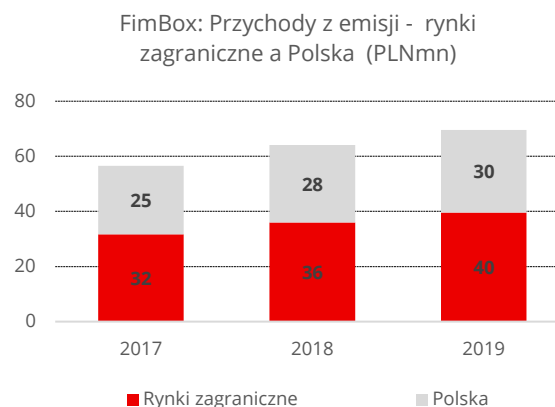
Wzrost na rynkach międzynarodowych: FilmBox

Rynki międzynarodowe odpowiadają za około jedną trzecią całkowitych przychodów Kino Polska TV. Firma, poprzez spółkę zależną Filmbox International, kontroluje prawa do produkcji i dystrybucji kanałów FilmBox. Kino Polska dystrybuje kanały FilmBox na większości rynków Europy Środkowo-Wschodniej. W minionym roku rynki międzynarodowe stanowiły ok. 60% przychodów z emisji FilmBox. Przychody Kino Polska TV na rynkach międzynarodowych rosną w tempie dwucyfrowym.

Fig. 14. Przychody FilmBox rosną w tempie dwucyfrowym... **Fig. 15... przy silnym wsparciu ekspansji poza Polskę**



Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie



Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Telewizja nielinearna

Sposób, w jaki ludzie konsumują treści multimedialne nieuchronnie się zmienia, a popularność telewizji nielinearnej i usług streamingu na żądanie szybko rośnie. Rozwój nielinearnej oferty jest jednym ze strategicznych celów Kino Polska TV.

Obecnie firma oferuje usługę filmboxlive.com, w ramach której emitowane są na żywo kanały telewizyjne z portfolio firmy, a także oferuje dostęp do treści na żądanie. Usługa jest dostępna za pośrednictwem komputerów PC, tabletów i telewizorów Smart TV.

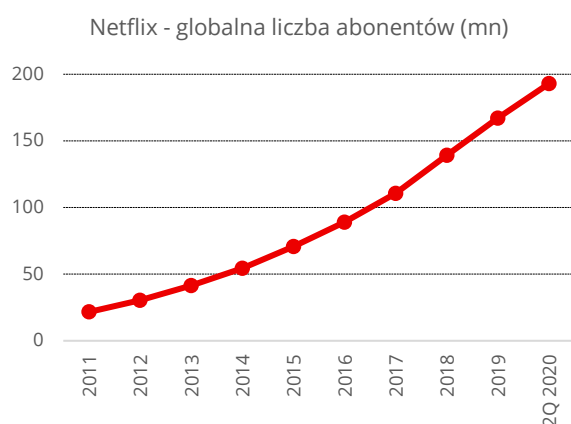
Kino Polska TV nie ujawnia przychodów z usług nielinearnych. Uważamy, że na tym etapie jest to biznes w bardzo wczesnej fazie rozwoju, najprawdopodobniej przynoszący straty. Uważamy jednak, że jego rozwój jest koniecznością, biorąc pod uwagę to, co postrzegamy jako strukturalne przejście od linearnej do nielinearnej konsumpcji treści medialnych.

Wyzwania strategiczne

Streaming / usługi video-on-demand

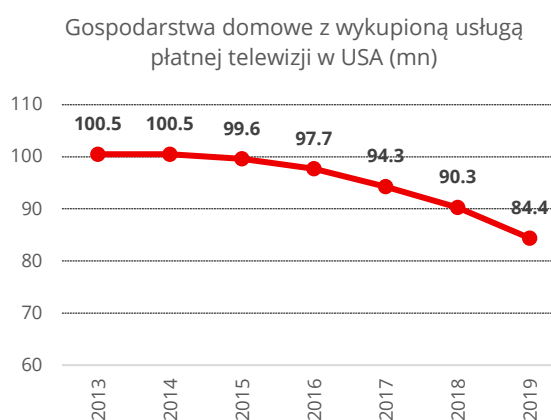
Rozwój technologii cyfrowych, a zwłaszcza usług streamingu wideo od początku lat 2010 zrewolucjonizował sposób, w jaki ludzie konsumują treści multimedialne. Telewizja linearna traci na atrakcyjności, zwłaszcza wśród młodych ludzi. Usługi streamingu, których często stanowi ułamek ceny pełnego abonamentu płatnej telewizji, przyciągają nowych abonentów, którzy często rezygnują z abonamentu płatnej telewizji. W Stanach Zjednoczonych liczba gospodarstw domowych z tradycyjną płatną telewizją spadła o ok. 15% w ciągu ostatnich 5 lat. Zjawisko to okazało się destrukcyjne dla operatorów płatnej telewizji i producentów linearnych kanałów telewizyjnych.

Fig. 16. Netflix, największy serwis streamingowy, ma prawie 200mn abonentów



Źródło: Netflix, Santander Biuro Maklerskie

Fig. 17. Rezygnacja z płatnej telewizji w USA przyspieszyła w ostatnich latach



Źródło: eMarketer, Santander Biuro Maklerskie

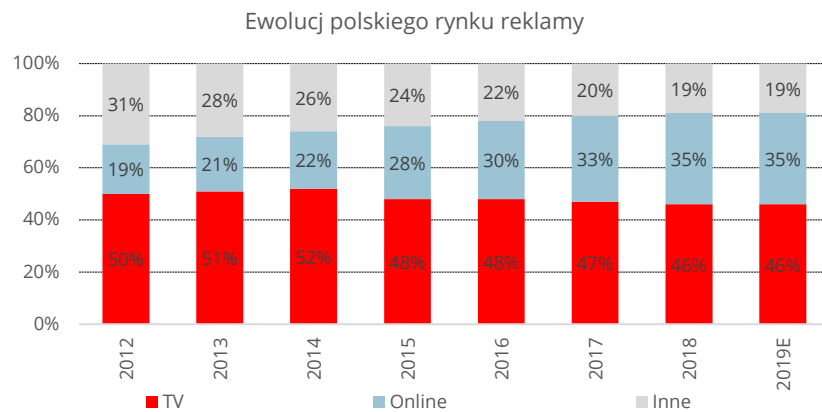
W Polsce i innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej rynki płatnej telewizji znajdowały się w ostatnich latach w stagnacji, mimo że popularność usług streamingu wideo gwałtownie rośnie. Uważamy, że zmiany, których doświadczyły inne rynki rozwinięte (np. spadek liczby abonentów tradycyjnej płatnej telewizji), nieuchronnie dotrą do Polski. Dla Kino Polska TV może to oznaczać presję na przychody z emisji. Firma inwestuje w własne serwisy streamingowe, tj. Filmboxlive.com i wierzymy, że w przyszłości może to zrównoważyć presję związaną ze spadkiem liczby klientów płatnej telewizji.

Udział TV w rynku reklamy spada

Sposób, w jaki ludzie konsumują media, wpływa na rynek reklamy - spada udział telewizji. Według Zentiha udział telewizji w globalnym rynku reklamy spadł do 32% w 2018 roku, tracąc na rzecz reklamy online. W Polsce udział telewizji w całym rynku reklamy spadł do ok. 45% w 2019 roku z ponad 50% dziesięć lat temu. W konsekwencji polski rynek reklamy telewizyjnej znajdował się w 2019 roku w stagnacji, pomimo silnego wzrostu gospodarczego.

Szacujemy, że Kino Polska TV miała ok. 1,5% udziału w polskim rynku reklamy TV w 2019 i odnotowano dwucyfrowy wzrost na porównywalnych zasadach, co odzwierciedla poprawę udziału w oglądalności. Choć jest to pozytywne, zwracamy uwagę, że stagnacja na polskim rynku reklamy telewizyjnej, jeśli okaże się strukturalna, może być poważnym problemem dla spółki w przyszłości.

Fig. 18. Udział TV w całym rynku reklamy spadł do ok. 45% w 2019 roku z ponad 50% dekadę temu



Źródło: Starcom, Santander Biuro Maklerskie

Prognozy finansowe

Zasady rachunkowości

Firmy medialne mogą księgować koszty związane z treściami programowymi na wiele sposobów. Kino Polska TV księguje koszty treści programowych jako amortyzację w linii amortyzacji. Większość znanych nam nadawców telewizyjnych nie traktuje kosztów treści programowych jako części amortyzacji, ale księguje je jako oddzielną pozycję kosztów. W rezultacie Kino Polska TV wykazuje wyższą amortyzację niż wielu innych nadawców telewizyjnych. EBITDA, zdefiniowana jako EBIT powiększony o amortyzację, jest zatem wyższa zgodnie z metodologią stosowaną przez Kino Polska TV.

Uważamy, że EBITDA jest miarą, która powinna być miernikiem przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej firmy. Uważamy, że sposób, w jaki Kino Polska TV księguje koszty treści programowych (część amortyzacji) zawyża EBITDA i sprawia, że jest to miara o obniżonej wartości. Z tego powodu w naszej analizie skupiamy się na EBIT (historycznie okazał się dobrym miernikiem generowania gotówki w telewizji Kino Polska) lub EBITDA skorygowanej o amortyzację aktywów programowych.

Prognozy

Przychody

Kino Polska uzyskuje przychody ze sprzedaży swoich kanałów telewizyjnych operatorom płatnej telewizji (emisja) oraz sprzedaży reklam głównie w swoich kanałach ogólnodostępnych. Dodatkowo spółka księguje przychody ze sprzedaży licencji, ale my traktujemy to jako poboczną część działalności.

W latach 2015-17 Kino Polska TV odnotowała wzrost przychodów o 5-8%, który przyspieszył do 21% i 35% w latach 2018-19, głównie w wyniku konsolidacji Stopklatki, przejętej w połowie 2018 roku. Po uwzględnieniu Stopklatki oraz wzrostu innych przychodów w 2019 roku szacujemy, że Kino Polska wypracowało ok. 9% i ok. 15% organiczny wzrost przychodów w latach 2018-19.

Prognozujemy, że przychody pozostaną w stagnacji w roku 2020P, ponieważ pandemia wpłynęła negatywnie na polski rynek reklamy telewizyjnej (spodziewamy się ok. 10% spadku). Oczekujemy, że przychody powrócą na trajektorię wzrostu w latach 2021-22P, napędzane 1) dalszym wzrostem udziału w oglądalności (głównie Stopklatki i Zoom TV) oraz 2) zwiększoną penetracją FilmBox na rynkach międzynarodowych.

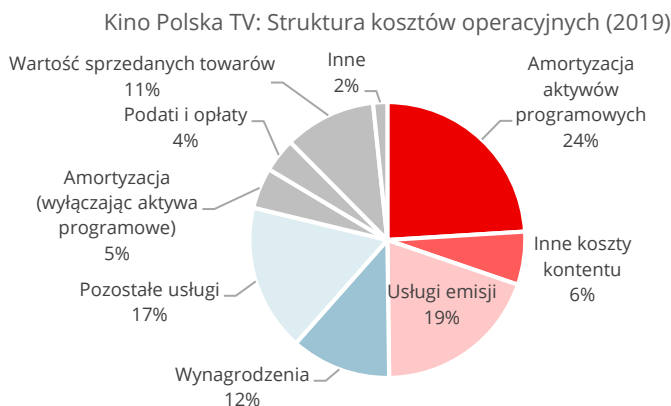
Fig. 19. Kino Polska TV: Prognozy przychodów

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	107,1	113,9	123,3	149,2	201,6	202,6	215,7	229,7
r/r, %	5%	6%	8%	21%	35%	1%	6%	6%
Emisja	67,8	76,4	81,5	90,5	102,6	114,7	120,4	126,5
Reklama	21,5	22,4	26,4	47,2	69,0	71,1	78,0	85,4
Inne	17,8	15,1	15,4	11,5	30,0	16,8	17,3	17,8

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Struktura kosztów operacyjnych

Treści programowe są główną pozycją kosztów wszystkich nadawców telewizyjnych, a Kino Polska TV nie jest wyjątkiem. Treści programowe (w tym amortyzacja aktywów programowych i inne koszty) stanowi około jednej trzeciej kosztów operacyjnych firmy. Usługi emisji są drugą co do wielkości pozycją, stanowiąc ok. 20% całości.

Fig. 20. Treści programowe i usługi emisji stanowią połowę kosztów operacyjnych

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Analiza rentowności

Analizując rentowność Kino Polska TV skupiamy się na EBIT i zysku netto skorygowanym o istotne pozycje jednorazowe, w szczególności o bezgotówkowy zysk na okazyjnym zakupie Stopklatki, który spółka zaksięgowała w 2018.

Skor. EBIT wyniósł odpowiednio PLN21,2mn, PLN23,7mn i PLN26,1mn w latach 2017-19. Analiza wyników poszczególnych kanałów wskazuje, że kanały FilmBox i Kino Polska były rentowne, na minusie wypadły zarówno Stopklatka, a zwłaszcza Zoom TV.

W naszych prognozach średniookresowych traktujemy kanały Kino Polska jako dojrzały biznes o stabilnej rentowności. To samo dotyczy kanałów FilmBox, które spodziewamy się, że będą rosły w niskim jednocyfrowym tempie w latach 2000-22P. W przypadku Stopklatki i Zoom TV spodziewamy się stopniowej poprawy rentowności związanej ze wzrostami udziału w oglądalności, których oczekujemy. W sumie prognozujemy EBIT na poziomie PLN25,7mn w 2020P, PLN29,7mn w 2021P i PLN32,8mn w 2022P.

Fig. 21. Kino Polska TV: Prognozy rachunku zysków i strat

PLNmn	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	107,1	113,9	123,3	149,2	201,6	202,6	215,7	229,7
Koszty operacyjne	82,5	93,9	101,3	124,9	173,9	175,0	185,5	196,4
Pozostałe koszty operacyjne, netto	2,7	1,5	0,6	0,0	1,6	1,9	0,5	0,5
Inne przychody, netto	-1,1	-0,2	-0,2	17,3	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	20,7	18,4	21,2	41,7	26,1	25,7	29,7	32,8
Koszty finansowe, netto	-0,2	0,4	1,2	2,4	2,8	2,8	2,1	1,4
Zysk brutto	20,9	18,0	20,1	39,3	23,3	22,9	27,6	31,4
Podatek dochodowy	3,1	4,1	4,1	3,2	4,7	4,1	5,5	6,3
Zyski akcjonariuszy mniejszościowych	-0,4	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	16,4	15,3	15,9	36,4	18,5	18,8	22,0	25,1
Net profit skor.*	16,4	15,3	15,9	18,5	18,5	18,8	22,0	25,1
EBITDA skor.**	22,6	20,8	24,5	28,5	34,4	33,8	38,3	42,0

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie * skorygowane o wydarzenia jednorazowe, ** skorygowane o amortyzację aktywów programowych

Fig. 22. Kino Polska TV: Struktura EBIT według kanałów

PLNmn	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
FilmBox	7,2	7,0	16,3	16,6	18,2	20,0	20,5	20,5
Kino Polska	12,9	13,0	13,5	13,8	11,7	11,5	11,5	11,5
Stopklatka	0,0	0,0	0,0	-2,0	-0,3	-1,0	1,0	2,0
Zoom TV	0,0	0,0	-11,8	-8,4	-5,3	-6,5	-4,5	-2,5
Inne	0,6	-1,7	3,2	3,7	1,8	1,7	1,2	1,3
EBIT skor.*	20,7	18,4	21,2	23,7	26,1	25,7	29,7	32,8

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie * skorygowane o wydarzenia jednorazowe a w szczególności zysk na okazjonalnym nabyciu Stopklatki w 2018

Przepływy pieniężne

W latach 2015–2019 EBIT Kino Polska TV okazał się bardzo dobrym wskaźnikiem zastępczym dla przepływów operacyjnych (z wyjątkiem 2017, kiedy wydatki na aktywa programowe znacznie przewyższyły amortyzację). Spodziewamy się utrzymania relacji w latach 2020–22P.

Wskazujemy na bardzo niskie nakłady inwestycyjne modelu biznesowego firmy, co przekłada się na znaczące generowanie wolnych przepływów pieniężnych FCF (bez przejęć). Organiczne FCF wyniosły PLN16,1mn w 2018 i PLN18,4mn w 2019. Prognozujemy, że w latach 2020–22P będzie średniorocznie PLN23mln.

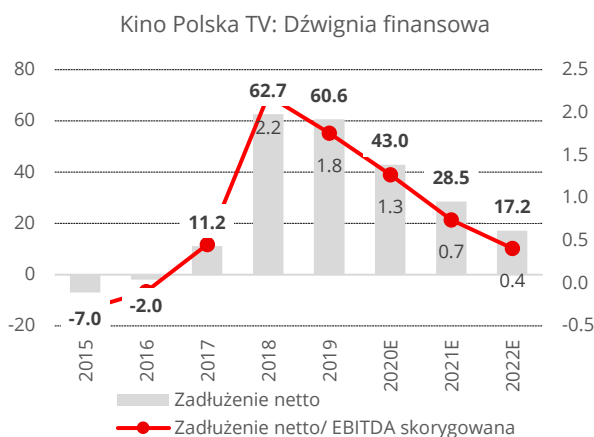
Fig. 23. Kino Polska TV: Prognozy przepływów pieniężnych

PLNmn	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBIT skor.	20,7	18,4	21,2	23,7	26,1	25,7	29,7	32,8
Przepływy operacyjne	20,3	20,2	11,1	19,7	22,9	24,9	28,5	32,0
Capex	-0,8	-0,7	-1,8	-3,5	-4,4	-4,1	-5,2	-6,4
FCF organiczny	19,6	19,5	9,3	16,1	18,4	20,8	23,3	25,5
M&As in inne inwestycje	-10,1	-3,7	0,7	-53,3	-1,4	0,0	0,0	0,0
Całkowity FCF	9,4	15,8	10,0	-37,1	17,0	20,8	23,3	25,5
Dywidendy wypłacone	-19,8	-19,8	-22,4	-10,9	-5,9	0,0	-5,6	-11,0
FCF po dywidendzie	-10,4	-4,0	-12,4	-48,0	11,0	20,8	17,7	14,5
Zadłużenie netto	-7,0	-2,0	11,2	62,7	60,6	43,0	28,5	17,2

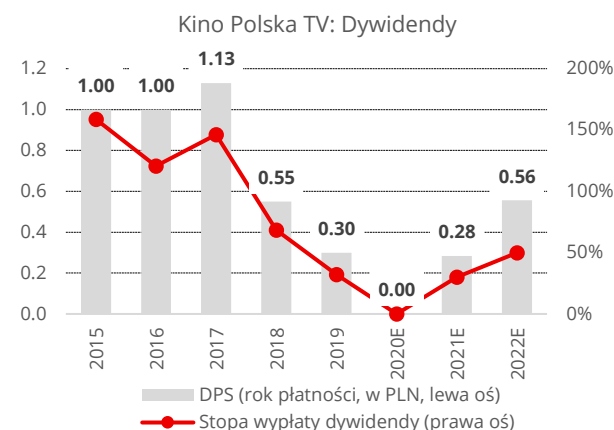
Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Dźwignia finansowa i zarządzanie kapitałem

Do 2017 roku bilans Kino Polska TV był niezadłużony, a spółka wypłacała wysokie dywidendy - wskaźniki wypłaty dywidendy przekraczały 100%. Przejęcie Stopklatki w 2018 znacząco zmieniło sytuację. Kino Polska TV miał zadłużenie netto w wysokości PLN62,7mn na koniec 2018 co implikowało wskaźnik dług netto do EBITDA skor. równy 2,2x (wzrywamy EBITDA skorygowanej o amortyzację aktywów programowych, zobacz nasze uwagi dotyczące zasad rachunkowości we wcześniejszej części raportu). W konsekwencji wypłaty dywidend zostały znacznie zmniejszone. W 2020 spółka dodatkowo zdecydowała się nie wypłacać dywidendy ze względu na spowolnienie gospodarcze i niepewność związaną z pandemią COVID-2019.

Fig. 24. Kino Polsk TV znacząco zwiększyło zadłużenie po przejęciu Stopklatki w 2018...

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Fig. 25. ...i ograniczyło dywidendy

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Kino Polska TV miała zadłużenie netto w wysokości PLN60,6mn zł na koniec 2019. co oznacza dług netto do EBITDA skor. 1,8x. Jak wskazaliśmy wcześniej, działalność Kino Polska TV w dużym stopniu generuje przepływy pieniężne. Prognozujemy, że FCF (przed wypłatą dywidendy) wyniesie średnio PLN23mn rocznie w latach 2020-22P. W związku z tym, gdyby spółka nie wypłacała dywidend do 2022, jej saldo zadłużania spadłoby do zera. W naszych prognozach zakładamy DPS na poziomie PLN0,28 w 2021P i PLN0,56 w 2022, co implikuje, że zadłużenie netto Kino Polska TV na koniec 2022 wyniesie PLN17mn, a zadłużenia netto do EBITDA skor. 0,4x. Uważamy, że dywidendy powinny dalej rosnąć po 2022 roku.

1H 2020: wyniki finansowe, wpływ pandemii

Rok 2020 rozpoczął się pozytywnie dla Kino Polska TV. W 1Q spółka odnotowała wzrost przychodów ogółem o 20% r/r, w ramach których emisja wzrosła o 12% r/r, a wpływy z reklam o 20% r/r. Ta ostatnia wyraźnie skorzystała na wzroście udziału w oglądalności, jaki odnotowały kanały ogólnodostępne spółki. Pomimo bardzo dobrych wyników na przychodowych, dynamika zysków osiągnęła średni jednocyfrowy poziom. EBIT wzrósł o 6% r/r do PLN5,4mn, a zysk netto o 7% r/r do PLN4,2mn. Tłumaczy to wzrost pozostałych kosztów operacyjnych (tj. ujemne różnice kursowe wyniosły PLN1,8mn w 1Q20).

Fig. 26. Kino Polska TV: Kwartałny rachunek zysków i strat

PLNmn	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	r/r	2Q20	r/r
Przychody	41,6	47,9	43,4	68,7	50,0	20%	48,7	2%
Emisja	24,3	25,5	26,1	26,7	27,3	12%	28,7	13%
Reklama	14,3	17,9	14,5	22,3	17,2	20%	14,6	-19%
Inne	3,0	4,5	2,8	19,6	5,4	79%	5,4	20%
EBIT	5,6	8,6	3,3	8,8	5,9	6%	6,6	-24%
Zysk netto	3,9	6,5	1,8	6,5	4,2	7%	5,2	-21%
EBITDA skor.*	7,6	10,9	5,2	10,9	8,0	5%	8,6	-21%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie *skorygowane o amortyzację aktywów programowych

Fig. 27. Kino Polska TV: Struktura EBIT według kanałów

PLNmn	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	r/r	2Q20	r/r
FilmBox	5,3	4,6	4,3	4,1	5,2	-2%	6,5	42%
Kino Polska	2,8	2,8	2,9	3,2	2,9	2%	2,9	3%
Stopklatka	-1,0	0,3	-0,4	0,8	0,3	NM	-1,8	NM
Zoom TV	-1,4	-1,0	-2,8	-0,1	-1,3	NM	-2,6	NM
Inne	-0,1	1,8	-0,5	0,7	-1,2	NM	1,6	NM
EBIT	5,6	8,6	3,3	8,8	5,9	6%	6,6	-24%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Wyniki finansowe Kino Polska TV pogorszyły się w 2Q20 na skutek pandemii COVID. Wzrost przychodów spowolnił do jedynie 2% r/r, w ramach których emisja wzrosła o 13% r/r (prawie bez zmian wobec dynamiki zanotowanej w 1Q), a wpływy reklamowe spadły o 19% r/r.

- Biznes płatnej telewizji, oparty na abonamentach i umowach terminowych z klientami, najwyraźniej nie został dotknięty pandemią. W związku z tym epidemia COVID nie wpłynęła negatywnie na przychody Kino Polska TV z jej kanałów dystrybuowanych przez operatorów płatnej telewizji.
- Rynek reklamy telewizyjnej w Polsce spadł o ok. 35% r/r w 2Q20 z powodu pandemii. Kino Polska TV, która odnotowała spadek o 19% r/r, radziła sobie lepiej niż rynek. Wydaje się, że głównym powodem lepszych wyników niż rynkowe jest poprawa wzrost udział w oglądalności ogólnodostępnych kanałów firmy (głównie Stopklatka i Zoom TV).

Kino Polska TV ma ograniczone możliwości redukcji bazy kosztowej w krótkim okresie ze względu na duży udział zakupionych wcześniej treści programowych w strukturze kosztów spółki. Inwestycje w treści programowe przyczyniły się do poprawy udziału firmy w oglądalności. Jednakże ucierpiała rentowność. Q 2Q20 EBIT spadł o 24% r/r do PLN6,6mn, a zysk netto o 21% r/r do PLN5,2mn. W ujęciu segmentowym najbardziej ucierpiał kanał ogólnodostępny spółki (głównie Stopklatka i Zoom TV), a rentowność kanałów rozpowszechnianych za pośrednictwem operatorów płatnej telewizji była stabilnie wysoka.

Perspektywy krótkoterminowe wydają się lekko pozytywne

Zarząd Kino Polska TV skomentował po wynikach za 2Q2020, że 1) rynek reklamy telewizyjnej mocno się poprawił w okresie letnim oraz 2) spodziewa się, że przychody spółki z reklamy w drugiej połowie 2020 nie będą niższe niż w drugiej połowie 2019. Wypowiedzi pozostałych spółek telewizyjnych dotyczące rynku reklamy telewizyjnej były podobne (np. Cyfrowy Polsat spodziewa się płaskiego r/r rynku reklamy telewizyjnej w drugiej połowie 2020).

Chociaż zdajemy sobie sprawę z niepewności co do przyszłych wydarzeń związanych z pandemią, w naszej prognozie zakładamy, że najgorsze w zakresie wpływu na rynek reklamy już minęło. Nasze szacunki dla Kino Polska TV zakładają wzrost przychodów reklamowych o 7% r/r w drugiej połowie 2020 i wzrost przychodów z abonamentu o 11% r/r. W związku z tym prognozujemy, że zysk netto spółki wzrośnie o 13% r/r w drugiej połowie 2020. Szczegółowe prognozy kwartalne zawiera poniższa tabela.

Fig. 28. Kino Polska TV: Kwartalne prognozy finansowe (PLNm)

Rachunek ZiS	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E
Przychody	41,6	47,9	43,4	68,7	201,6	50,0	48,7	48,6	55,4	202,6
Emisja	24,3	25,5	26,1	26,7	102,6	27,3	28,7	29,2	29,4	114,7
Reklama	14,3	17,9	14,5	22,3	69,0	17,2	14,6	16,4	22,9	71,1
Inne	3,0	4,5	2,8	19,6	30,0	5,4	5,4	3,0	3,0	16,8
Koszty operacyjne	35,4	40,0	38,5	59,8	173,9	42,2	43,1	43,2	46,5	175,0
Pozostałe koszty operacyjne, netto	0,7	-0,7	1,5	0,1	1,6	1,9	-0,9	0,5	0,5	1,9
Inne przychody, netto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	5,6	8,6	3,3	8,8	26,1	5,9	6,6	4,8	8,4	25,7
Koszty finansowe, netto	0,8	0,7	0,7	0,7	2,8	0,8	0,5	0,7	0,7	2,8
Zysk brutto	4,8	7,9	2,6	8,1	23,3	5,1	6,0	4,1	7,7	22,9
Podatek dochodowy	0,9	1,4	0,9	1,5	4,7	0,9	0,9	0,8	1,5	4,1
Zyski akcjonariuszy mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	3,9	6,5	1,8	6,5	18,5	4,2	5,2	3,3	6,1	18,8
EBITDA skor.*	7,6	10,9	5,2	10,9	34,4	8,0	8,6	6,8	10,3	33,8
Struktura EBIT	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E
FilmBox	5,3	4,6	4,3	4,1	18,2	5,2	6,5			20,0
Kino Polska	2,8	2,8	2,9	3,2	11,7	2,9	2,9			11,5
Stopklatka	-1,0	0,3	-0,4	0,8	-0,3	0,3	-1,8			-1,0
Zoom TV	-1,4	-1,0	-2,8	-0,1	-5,3	-1,3	-2,6			-6,5
Inne	-0,1	1,8	-0,5	0,7	1,8	-1,2	1,6			1,7
EBIT	5,6	8,6	3,3	8,8	26,1	5,9	6,6	4,8	8,4	25,7
Przepływy pieniężne	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E
Przepływy operacyjne	7,0	6,3	5,9	3,7	22,9	3,1	10,4			24,9
Capex	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,4	0,0	0,0			-4,1
FCF organiczny	7,0	6,3	5,9	3,7	18,4	3,1	10,4			20,8
Przejęcie i inne inwestycje	-2,4	-0,1	-0,2	-1,7	-1,4	-1,8	-0,1			0,0
Całkowity FCF	4,6	6,2	5,7	2,0	17,0	1,3	10,3			20,8
Dywidendy wypłacone	0,0	0,0	-5,9	0,0	-5,9	0,0	0,0			0,0
FCF po dywidendzie	4,6	6,2	-0,3	2,0	11,0	1,3	10,3			20,8
Zadłużenie netto	60,6	58,7	59,9	60,6	60,6	60,0	50,6			43,0

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie* skorygowane o amortyzację aktywów programowych

Santander Brokerage Poland

Jana Pawła II Avenue 17

00-854 Warszawa

fax. (+48) 22 586 81 09

Equity Research

Kamil Stolarski, CFA, *Head of Equity Research Strategy, Financials*

tel. (+48) 22 586 81 00

kamil.stolarski@santander.pl

Paweł Puchalski, CFA
Telecommunications, Metals & Mining, Utilities

tel. (+48) 22 586 80 95

pawel.puchalski@santander.pl

Tomasz Krukowski, CFA
Oil & Gas, CEE Non-Financials

tel. (+48) 22 586 81 55

tomasz.krukowski@santander.pl

Adrian Kyrzcz, *Equity Analyst Construction, Real Estate*

tel. (+48) 22 586 81 59

adrian.kyrzcz@santander.pl

Tomasz Sokołowski, *Equity Analyst Pharma, Retail*

tel. (+48) 22 586 82 36

tomasz.sokolowski@santander.pl

Michał Sopieli, *Equity Analyst Industrials, Oil&Gas, Chemicals, Quantitative Analysis*

tel. (+48) 22 586 82 33

michal.sopiel@santander.pl

Sales & Trading

Kamil Kalemba, Head of Institutional Equities

tel. (+48) 22 586 80 84

kamil.kalemba@santander.pl

Mateusz Choromański, CFA, *Head of Sales Securities Broker, Investment Advisor*

tel. (+48) 22 586 80 82

mateusz.choromanski@santander.pl

Robert Chudala

tel. (+48) 22 586 85 14

robert.chudala@santander.pl

Alex Kamiński

tel. (+48) 22 586 80 63

alex.kaminski@santander.pl

Błażej Leśków, *Securities Broker*

tel. (+48) 22 586 80 83

blazej.leskow@santander.pl

Michał Stępkowski, *Securities Broker*

tel. (+48) 22 586 85 15

michal.stepkowski@santander.pl

Marek Wardzyński, *Securities Broker*

tel. (+48) 22 586 80 87

marek.wardzynski@santander.pl

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) z siedzibą w Warszawie, przy al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr. KRS 0000008723, NIP: 896-000-56-73, wysokość kapitału zakładowego 1.020.883.050 zł, wysokość kapitału wpłaconego 1.020.883.050 zł. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, ul. Piłkna 20, 00-549 Warszawa, NIP 521-340-29-37.

Santander Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871 – t.j. z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług.

Autorem dokumentu jest Santander Biuro Maklerskie. Prawa autorskie do niniejszego opracowania przysługują Santander Bank Polska. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody Santander Bank Polska jest zabronione.

Santander Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Zaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z Emitentem, świadcząc usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). Santander Biuro Maklerskie może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

Niniejsza rekomendacja jest aktualna na moment jej sporządzenia i może się zmienić w czasie.

Santander Biuro Maklerskie mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Punkt widzenia wyrażony w raportach odzwierciedla osobistą opinię Analityka na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych.

Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, Santander Biuro Maklerskie, Akcje.net, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander Biuro Maklerskie nie może zapewnić ich dokładności oraz kompletności. Inwestor będzie odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile przy ich udzielaniu zachował należytą staranność i rzetelność.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy dokument jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać rozpowszechnione, publikowane oraz dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego dokumentu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten dokument są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy dokument może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami Santander Biuro Maklerskie.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Santander Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.santander.pl/inwestor w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Informacja „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważają” / „Niedoważają” / „Neutralne”) – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się lepiej/gorzej/neutralnie w stosunku do indeksu WIG20.

W przypadku zamieszczenia przy poszczególnych spółkach informacji „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważają” / „Niedoważają” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Santander Biuro Maklerskie opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważają”/„Niedoważają”/„Neutralne”) nie spełniają powyższego wymogu. Ponadto w zależności od okoliczności mogą stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Mid-caps – zamieszczenie spółki w portfelu mid-cap oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs danej spółki może zachować się w ciągu jednego miesiąca lepiej niż indeks WIG20. Dodawanie i zdejmowanie spółek z listy odbywa się ze względu na wymogi rotacji spółek na liście.

Zmian wag dla spółek, które już wcześniej znajdowały się w portfelu, nie należy pojmować jako zaleceń inwestycyjnych. Zmiany te mają na celu wyłącznie wyrównanie łącznej wagi wszystkich spółek do 100%.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
 EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
 PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
 EPS - zysk na akcję
 CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
 FCF - wolne przepływy pieniężne
 BV - wartość księgowa
 ROE - zwrot na kapitale własnym
 P/BV - cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Kupuj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 10% w ciągu 12 miesięcy.

Trzymaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 10% w ciągu 12 miesięcy.

Sprzedaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu 12 miesięcy.

Możliwe jest wskazanie przez analityka, przy danej całkowitej oczekiwanej stopie zwrotu z inwestycji, innego zalecenia (kupuj, sprzedaj, trzymaj) niż zostało to określone w definicji, w przypadku gdy ma to uzasadnienie ze względu na dodatkowe czynniki rynkowe, trendy branżowe itp. W takiej sytuacji, objaśnienia znaczenia przedstawionego w rekomendacji zalecenia inwestycyjnego są zawarte w treści materiału.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Santander Biuro Maklerskie korzystało co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub Damodara). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jej prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczono usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych znajduje się pod adresem: <https://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, które zostały rozpowszechnione przez Santander Biuro Maklerskie w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: https://www.inwestoronline.pl/r/res/wykaz_tabel/wykaz_rekomendacji.pdf

W opinii Santander Biuro Maklerskie niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Santander Biuro Maklerskie 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.

W Santander Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Santander Bank Polska działalności. Poza tym Santander Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina wskazana na pierwszej stronie wskazuje termin sporządzenia rekomendacji, a rozpowszechnienie rekomendacji następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

Wszystkie ceny instrumentów finansowych, które zostały wymienione w rekomendacji odpowiadają kursom, po jakim danego dnia nastąpiła ostatnia transakcja, na danym instrumencie finansowym, chyba, że wskazano inaczej.

Wykresy dot. zmian cen akcji zawarte w raporcie obejmują wykresy liniowe dziennych cen na zamknięcie w okresie jednego roku. Informacje dotyczące dłuższego okresu (maksymalnie 3 lata) dostępne są na życzenie.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

UJAWNIEŃ

Niniejszy raport zawiera rekomendacje dotyczące spółki/spółek: **Kino Polska TV SA** („Emitent”).

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Niniejszy dokument nie został ujawniony Emitentowi.

Członkowie władz Emitenta lub osoby im bliskie mogą być członkami władz Santander Bank Polska lub głównego akcjonariusza - Banco Santander S.A.

Osoba / Osoby zaangażowane w przygotowanie raportu lub bliskie im osoby mogą pełnić funkcję w organach Emitenta, lub zajmować stanowiska kierownicze w tym podmiocie lub mogą być stroną umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Grupa Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Santander Biuro Maklerskie jest stroną umowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dla Emitenta w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tego tytułu spółce Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa majątkowe do niniejszego raportu.

Santander Biuro Maklerskie w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymało wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta. Usługi te obejmowały pełnienie roli animatora emitenta dla Kino Polska TV SA.

W oparciu o postanowienia umowy z Giełdą Papierów Wartościowych S.A., której Santander Biuro Maklerskie jest stroną, w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania rekomendacji dotyczących Emitenta, w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”.

Emitent może posiadać akcje Santander Bank Polska.

Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta (w tym w szczególności poprzez PTE AVIVA Santander SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z Emitentem.

Santander Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączy żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu, których Santander Biuro Maklerskie sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Santander Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.