

ANALIZA FUNDAMENTALNA

ASTRO S.A.



Warszawa, dnia 5 lipca 2011 roku

SPIS TREŚCI

1.	WSTĘP	3
2.	PODSUMOWANIE ANALIZY	3
3.	INFORMACJE O BRANŻY	4
3.1.	RYNEK REKLAMY	4
3.2.	RYNEK NADAWCÓW TELEWIZYJNYCH	6
4.	INFORMACJE O ASTRO S.A.	11
5.	ANALIZA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH	15
5.1.	ANALIZA BILANSU	15
5.2.	TRANSAKCA ROZLICZENIA SPRZEDAŻY UDZIAŁÓW W SUPERSTACJA SP. Z O.O.	16
5.3.	RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT	17
6.	WYCENA ASTRO S.A.	18
6.1.	WYCENA METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (DCF)	18
6.1.1.	Założenia do wyceny	18
6.1.2.	Prognoza przychodów Astro S.A. w rozbiciu na poszczególne źródła	20
6.2.	WYCENA	27

1. Wstęp

Niniejsza analiza została sporządzona w myśl umowy zawartej w dniu 23.05.2011 roku, pomiędzy K&R Enterprises Sp. z o.o oraz Astro S.A. a Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. Analiza ta obejmuje analizę fundamentalną Spółki Astro S.A. oraz wycenę akcji Spółki.

2. Podsumowanie analizy

Astro S.A. wyceniliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), wyliczona w ten sposób **wartość 1 akcji Spółki wynosi 11,22 zł**. Wycena została sporządzona w oparciu o prognozę na lata 2011 - 2013 dostarczoną przez Spółkę. Na lata 2014 - 2015 prognoza została sporządzona przez DM AmerBrokers.

Wycena metodą porównawczą nie została sporządzona z uwagi na fakt, że Astro prognozuje dodatni EBIT oraz zysk netto od roku 2012. Uważamy, że dokonanie wyceny w oparciu prognozowane wyniki spółek branży medialnej w tak odległej perspektywie wiązałoby się z ryzykiem popełnienia błędu, w związku z czym za podstawę do wyceny przyjmujemy metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).

Spółka Astro działa od 17 lat rynku usług telewizyjnych. Odbiorcami produkcji Astro były największe krajowe stacje telewizyjne: TVN, TVP, Polsat. **Spółka poczyniła w ciągu ostatniego roku znaczne nakłady związane z rozszerzeniem zakresu działania o produkcję i nadawanie programów telewizyjnych.** Dotychczasowy profil działania Astro obejmował głównie produkcję programów telewizyjnych, w tym Familiady, będącej głównym źródłem przychodów Spółki. Zrealizowane inwestycje w cztery w pełni wyposażone studia, w tym dwa w technologii 3D, otrzymane koncesje (Next TV - dziesięć stacji tematycznych) oraz bardzo dobra sytuacja w zakresie finansowania po sprzedaży udziałów w Superstacji powodują, że naszym zdaniem w niedługim czasie wzrośnie zainteresowanie Astro.

Astro podejmując decyzję o rozszerzeniu zakresu działania ma szansę stać się beneficjentem rosnącego rynku reklamy telewizyjnej i internetowej oraz być jednym z pierwszych nadawców kanałów tematycznych w technologii 3D. Spółka jest na zaawansowanym etapie rozmów z operatorami sieci kablowych w sprawie wprowadzenia swojej oferty programowej. Astro zawarła już umowę z Intercom Poland LLC na dystrybucję dziewięciu kanałów telewizyjnych, należących do Astro S.A. (telewizja NEXT), na terenie całego świata poza Polską. **Rynek produkcji telewizyjnej w technologii 3D powinien szybko rosnąć,** co wynikać będzie z progresji sprzedaży telewizorów do odbioru obrazu w technologii trójwymiarowej.

3. Informacje o branży

3.1. Rynek reklamy

Rozwój rynku nadawanie i produkcja telewizyjna jest ściśle skorelowany z branżą reklamową – poziomem wydatków reklamodawców na poszczególne nośniki. Uwzględniając profil działania Astro S.A. do bezpośredniego otoczenia rynkowego dla Spółki zaliczają się: branża reklamowa, nadawcy telewizyjni oraz producenci programów telewizyjnych.

Według szacunków domu mediowego Starlink, wartość rynku reklamowego w 2010 roku wyniosła 7,4 mld zł (po uwzględnieniu rabatów, bez VAT), co oznacza wzrost o 4,55% r/r. Na początku bieżącego roku Starlink przewidywał, że w 2011 roku rynek reklamy wzrośnie o 6%. Pod względem rodzaju mediów, największy wzrost nakładów na reklamę zanotowano w Internecie, tj. o 23,2% w 2010 roku. Z kolei segment reklamy telewizyjnej rósł szybciej niż cały rynek, bo o 7,2% r/r. Sytuacja ta wynikała z dużego zainteresowania i szybkiego rozwoju stacji tematycznych. Według Starlink, udział stacji tematycznych w rynku telewizyjnym w 2010 roku ukształtował się na poziomie 16%, wobec 12,6% w roku 2009. Udział telewizji w rynku reklamowym wzrósł do 53,1% wobec 51% rok wcześniej.

Sytuacja w 1Q 2011

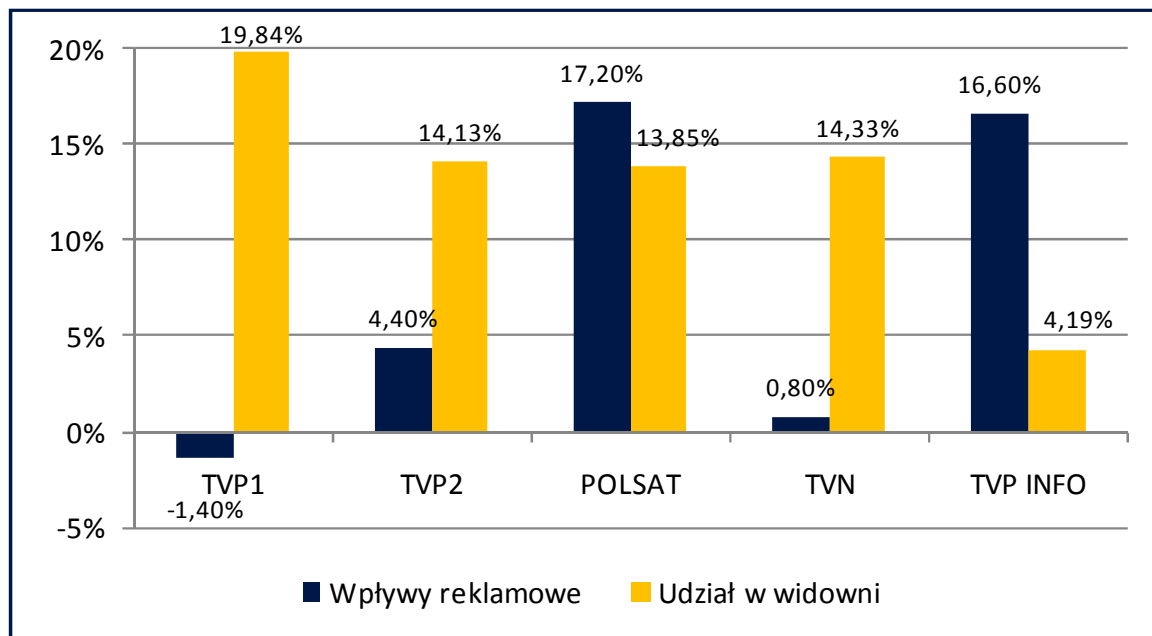
Starlink opublikował dane na temat wartości rynku reklamowego w 1Q br., z których wynika że wzrost w tym okresie wyniósł 2,7% r/r, do 1,631 mld zł. Ponownie największy wzrost odnotowano w Internecie (+20,9% r/r), o czym zdecydowały rosnące wydatki na reklamę ze strony sektorów: finanse i handel. Coraz większe znaczenie dla nakładów reklamowych w tym środku przekazu miały nakłady związane z przekazem wideo, a także reklamą wideo, linkami sponsorowanymi. W związku z tak dużym tempem wzrostu, Internet miał po 1Q br. już 16% udziału w rynku reklamy.

W 1Q 2011 wydatki na reklamę telewizyjną wzrosły o 1,8% r/r, w związku z czym nastąpił spadek udziału telewizji w całym rynku reklamowym do 52,6%. Według Starlink, wzrost rynku telewizyjnego był zasługą stacji tematycznych (+16%) oraz stacji mających mniejszy udział w widowni: TVN7, TV4 oraz PULS TV. Wydatki reklamodawców w stacjach głównych (TVN, Polsat, TVP1 i TVP2) w 1Q br. obniżyły się o 1,3%.

Według IAB AdEx, wydatki na marketing Internetowy w 2010 roku w Polsce w porównaniu z 2009 rokiem zwiększyły się o 17% i osiągnęły wartość 1 mld 578 mln zł. Do Internetu trafia już co siódma złotówka

przeznaczana na reklamę w naszym kraju, a więc jest to obecnie drugie po telewizji najważniejsze medium (według danych domu mediowego Starlink).

Zmiana wpływów reklamowych i udział w widowni największych nadawców TV w 1Q 2011 roku



Źródło: Nielsen Media Research

Według danych Nielsen Media Research, w 1Q br. zsumowany udział w ogólnopolskiej widowni siedmiu największych stacji TV naziemnej wyniósł 70,4 %, wobec 72,3% w analogicznym okresie roku poprzedniego. Spadek udziału następuje z uwagi na wzrost znaczenia kanałów tematycznych, których łączny udział osiągnął już poziom 29,6% w 1Q. W związku z rosnącą popularnością kanałów tematycznych przewiduje się, że ich udział w oglądalności oraz wpływach reklamowych będzie nadal rósł.

Niższe od przewidywanego tempo wzrostu rynku reklamy w 1Q br. spowodowało obniżenie przez Starlink prognoz wzrostu rynku reklamy w Polsce do 5%, czyli do około 7,7 mld zł. W skali globalnej wpływ na sytuację w zakresie przewidywanego tempa wzrostu nakładów na reklamę miały wydarzenia w krajach Afryki Płn. i Bliskiego Wschodu oraz kataklizm w Japonii. Szacuje się, że Japonia jest drugim co do wielkości krajem na świecie (po USA) pod względem wartości nakładów na reklamę. Z tego względu wpływ trzęsienia ziemi oraz efekty awarii elektrowni atomowej przyczyniły się do obniżenia prognoz wartości rynku reklamowego w tym kraju na rok bieżący o 4,1% do około 41 mld USD.

Sytuacja w 1H 2011¹

Pierwsze półrocze w telewizji przyniosło osłabienie pozycji prawie wszystkich (oprócz TVN) największych kanałów. Z danych Nielsen Audience Measurement wynika, że cztery główne – TVP1, TVP2, TVN i Polsat – łącznie miały niespełna 62% udziałów w widowni, w porównaniu do 63,5% w 1H2010. Według tej firmy liderem cennikowych wpływów reklamowych w I półroczu był główny kanał Polsatu (1,58 mld zł, o 12,1% więcej niż rok wcześniej), a za nim uplasowały się TVN (1,55 mld zł, wzrost o 5,3%) oraz TVP1 (spadek o 1,27%, do 1,06 mld zł). Są to jednak kwoty bez odliczenia rabatów, jakich udzielają reklamodawcom telewizje. Łączne cennikowe wpływy z reklam TVP1, TVP2, TVN i Polsatu zwiększyły się w porównaniu z I połową 2010 r. tylko o 5,3 proc.

Największym stacjom widzów coraz silniej odbierają małe tematyczne kanały telewizyjne, które są też coraz liczniejsze. W tym roku łączne wpływy z reklam małych stacji tematycznych mogą przekroczyć już 800 mln zł. Lidia Kacprzycka, dyrektor generalna domu mediowego Starlink. Twierdzi, że 20% rynku reklamy telewizyjnej dla małych stacji na koniec 2011 roku jest realną prognozą, jeśli weźmie się pod uwagę tempo spadku udziałów w rynku największych kanałów. Według Piotr Bieńko, dyrektora zarządzający domu mediowego Mediasense obecnie stacje tematyczne mają ok. 29% udziałów w widowni, więc 20% udziałów w rynku reklamy na koniec roku to bardzo realne założenie. Zwłaszcza, że na zachodzie współczynnik ten wynosi nawet około 50%.

3.2. Rynek nadawców telewizyjnych

Krajowy rynek nadawców telewizyjnych scharakteryzować należy jako wysoce konkurencyjny. Składa się na to duża liczba nadawców, szeroka dostępność i możliwość wyboru programów przez klientów (nadajniki naziemne, telewizje kablowe oraz satelitarne platformy cyfrowe), a także zawartość programowa. Konkurencyjność poszczególnych nadawców przekłada się na oglądalność, która jest kluczowym kryterium dla reklamodawców. Z kolei wpływy z reklam są najważniejszym źródłem przychodów dla nadawców. Wg danych Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji polscy nadawcy telewizyjni nadają 10 kanałów za pośrednictwem nadajników naziemnych, 73 satelitarnych i 223 za pośrednictwem telewizji kablowych.

Potencjał polskiego rynku nadawców telewizyjnych jest znaczny, o czym przesądzają jego rozmiary i skala odbiorców. Szacuje się, że w 2009 roku blisko 100% z prawie 14 mln gospodarstw domowych posiadało przynajmniej jeden odbiornik telewizyjny, a około 23,9% gospodarstw domowych miało więcej niż jeden odbiornik telewizyjny. Na dzień 31 grudnia 2009 roku, sieć telewizji kablowej obsługiwała 4,6 mln

¹ Na podstawie Magdalena Lemańska, „Jedna piąta rynku reklamy w telewizji dla małych stacji”, GG Parkiet, 04-07-2011

gospodarstw domowych, natomiast wskaźnik penetracji tego rynku w Polsce wyniósł 33%. Z kolei operatorzy satelitarni obsługiwali 5,4-5,9 mln gospodarstw domowych, z penetracją na poziomie 43%. Na podstawie danych SMG/KRC Millward Brown, TVN oszacował, że 37% gospodarstw domowych odbiera jedynie naziemny sygnał telewizyjny.

Podmiotami oferującymi usługi są nadawcy publiczni oraz prywatni. W Polsce występuje czterech nadawców o zasięgu krajowym oraz znaczna liczba mniejszych nadawców regionalnych i zagranicznych.

3.3. Rynek producentów telewizyjnych

Szacowana wartość rynku producentów telewizyjnych to około 1 mld zł. Producenci oferują: programy typu reality-show, seriale telewizyjne i telenowele, teleturnieje, krótkie seriale komediowe, filmy fabularne, programy typu talk-show, pozostałe programy rozrywkowe. Oferta producentów telewizyjnych kierowana jest przede wszystkim do stacji telewizyjnych, portali internetowych i reklamodawców.

Na polskim rynku producentów telewizyjnych działa około stu prywatnych podmiotów. Jednocześnie rynek ten jest w znacznym stopniu rozdrobniony, udział kilkunastu głównych graczy szacowany jest na około 50%. Według danych ATM Grupa, producentów telewizyjnych funkcjonujących na krajowym rynku produkcji telewizyjnej można podzielić na trzy grupy:

- krajowi producenci dysponujący własną bazą sprzętową, studiem telewizyjnym oraz możliwością finansowania realizowanych produkcji ze środków własnych – m.in. Grupa ATM;
- grupa producentów posiadająca jedynie ograniczoną infrastrukturę techniczną, działająca najczęściej w oparciu o sprzęt i studia nadawców bądź innych producentów oraz na ich zlecenie, będących prawie wyłącznie tzw. producentami wykonawczymi;
- producenci zagraniczni działający w Polsce, do których należą: Endemol Polska, Fremantle Polska oraz Rubicon Films Inc. Polska.

W kolejnych latach oczekiwane są zmiany na rynku produkcji telewizyjnej, głównie z uwagi na jego rozproszenie i coraz wyższe potrzeby kapitałowe związane z wymogami pracy w nowych technologiach (cyfryzacja, telewizja internetowa oraz na urządzenia mobilne). Z kolei prognozowany dalszy wzrost wartości tego rynku wynikać będzie z rosnących budżetów nadawców telewizyjnych, wzrostu liczby tych nadawców oraz powstawania nowych kanałów tematycznych.

Istotnym problemem branży producentów telewizyjnych są prawa autorskie, ich dostępność i koszty. W związku ze wzrostem konkurencji przewidywane jest zaostrzenie walki o prawa autorskie, natomiast zmiany dotyczyć mają odchodzenia od sprzedaży praw do danego formatu w kierunku dzierżawy prawa do emisji formatu w ciągu określonego czasu. Działania te powinny wydłużyć życie ekonomiczne produktów telewizyjnych. ATM Grupa prognozuje, że nastąpi też proces dostosowania producentów telewizyjnych do nowych tendencji rynkowych związanych z cyfryzacją i telewizją skierowaną do nowych mediów, w konsekwencji czego dojdzie do marginalizacji znaczenia małych producentów, niedysponujących wystarczającymi zasobami finansowymi i nowoczesną technologią. Pozycja małych producentów zostanie zagrożona z uwagi konieczność korzystania przez nich z wynajmu hal produkcyjnej, sprzętu realizatorskiego, oświetleniowego, itp. W związku z tym w branży produkcji telewizyjnej bardzo szybko powinno dojść do wzrostu koncentracji produkcji i zwiększenia udziału w rynku największych producentów. Zmiany te dokonają się poprzez fuzje i przejęcia.

Proces cyfryzacji oprócz tempa rozwoju rynku reklamowego i tendencji jakie na nim mają miejsce, będzie kluczowym dla rozwoju branży producentów telewizyjnych. Z powodu przewidywanego rozszerzenia wolnego miejsca w częstotliwościach cyfrowych, możliwe będzie znaczne zwiększenie liczby kanałów telewizyjnych. W związku z tym powinien wzrosnąć popyt na zawartość programową oraz zaostrzy się konkurencja o wpływy reklamowe. Dodatkową cechą będzie uruchomienie szeregu usług dodatkowych, co wzmocni pozycję najbardziej innowacyjnych nadawców i producentów.

W 2010 roku rozpoczęło się uruchamianie sygnału cyfrowego w multipleksie dwa (MUX2), natomiast w roku 2011 rozpoczną działanie pozostałe multipleksy: MUX1 i MUX3. Od połowy 2013 roku planowane jest zaprzestanie nadawania sygnału analogowego, zaś od pierwszej połowy 2014 roku MUX3 ma objąć terytorium całego kraju.

3.4. Rynek odbiorników 3D

Oczekujemy szybkiego rozwoju rynku produkcji telewizyjnej 3D, co związane jest z szybko rosnącą sprzedażą telewizorów do odbioru obrazu w technologii trójwymiarowej. Firma badawcza Displaybank informowała w swoich raportach, że w 2010 roku sprzedanych zostało na świecie około 6,2 mln telewizorów 3D, co oznacza 3% udział w rynku odbiorników telewizyjnych ogółem. Według prognoz Displaybank, w 2011 roku globalna sprzedaż odbiorników telewizyjnych 3D wyniesie 18 mln sztuk, natomiast w roku 2014 już 83 mln sztuk. W związku z tym udział w rynku tego typu odbiorników zwiększy

się do około 31%, natomiast poziom 50% ma zostać przekroczony w latach 2015 – 2016. Jednym z czynników wzrostu będzie szybko zwiększająca się sprzedaż wielkoformatowych odbiorników plazmowych oraz spadek cen. Już w roku 2014, poziom penetracji 3D na rynku wielkoformatowej plazmy osiągnie poziom 99%.

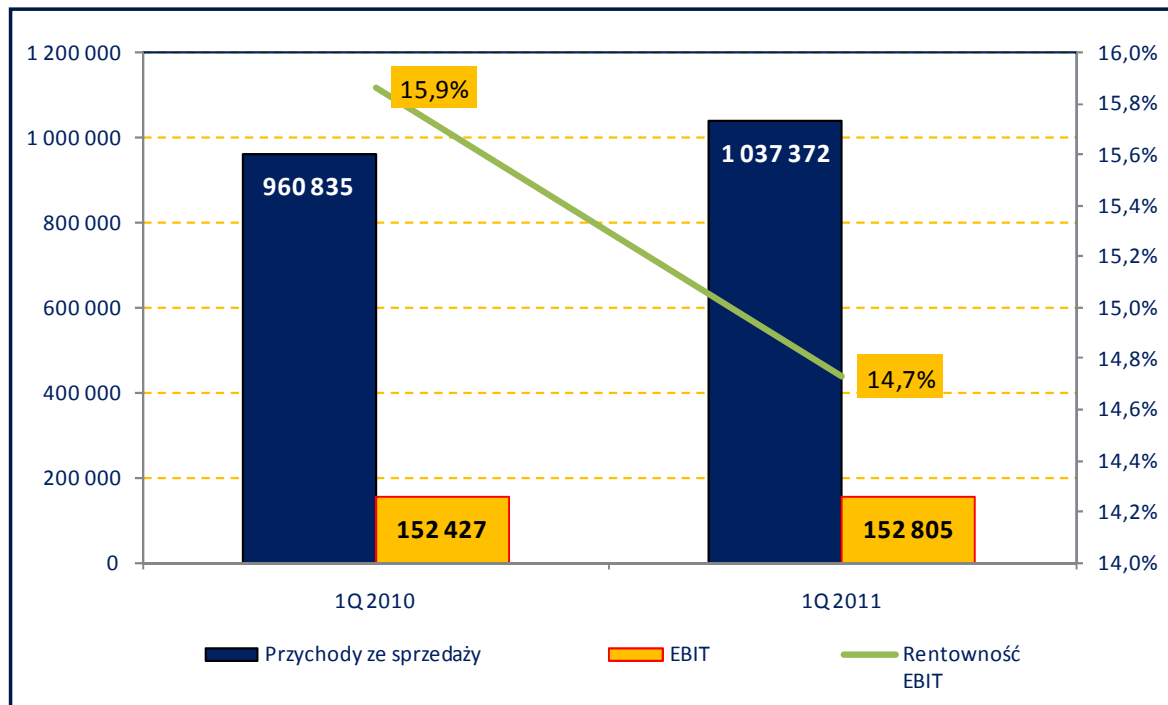
Generalnie prognozy zostały podwyższone, czego powodem jest spadek cen oraz coraz szersza oferta treści 3D, filmów i programów nadawanych w tej technologii.

Dane dotyczące sprzedaży w Polsce są również optymistyczne. Związek Importerów i Producentów Sprzętu Elektrycznego i Elektronicznego szacuje, że co dziesiąty telewizor sprzedany w tym roku będzie 3D. Szacunki odnośnie wolumenu sprzedaży na rok 2011 oscylują na poziomie 250 tys. sztuk, co oznacza około 10% udział w rynku. W prognozach zwraca się uwagę na to, że technologia 3D będzie się popularyzować wraz z pojawieniem się kolejnych kanałów emitowanych w 3D. Dodatkowo sprzedaż będzie pozytywnie stymulowana przez rozwój technologii, nowe modele telewizorów oraz to, że dzięki nowej technologii obraz trójwymiarowy będzie można oglądać bez konieczności zakładania okularów.

3.5. Produkcja i nadawcy TV – wyniki 1Q 2011

Generalnie spółki sektora media notowane na GPW i zajmujące się nadawaniem lub produkcją TV zanotowały w 1Q 2011 roku poprawę wyników na poziomie przychodów ze sprzedaży. Skumulowane przychody analizowanych 6 spółek wzrosły w 1Q br. o 8%, natomiast łączny EBIT wzrósł tylko o 0,2%. Czynnikiem, które determinowały sytuację operacyjną branży w tym okresie była poprawa na rynku reklamy i jednocześnie szybki wzrost kosztów własnych. Sytuacja pod tym względem była różna dla każdego podmiotu – inne czynniki decydowały o jakości wyniku. Wśród nadawców Cyfrowy Polsat i TVN zanotowały wzrost przychodów w podobnej skali, to na poziomie EBIT sytuacja obu spółek była odmienna. Cyfrowy Polsat zanotował spadek o 10,2% zysku operacyjnego, natomiast dla TVN wynik ten wzrósł o 31,3%. Czynnikiem, które miały wpływ na rosnący poziom kosztów wśród nadawców TV były wysokie ceny licencji oraz szybko rosnące koszty dystrybucji i utrzymania klienta, a także wynagrodzeń. Mniejsze spółki z tego sektora (4Fun Media, Kino Polska) dynamicznie zyskiwały pod względem przychodów, natomiast ze względu na znacznie szybciej rosnący koszt własny sprzedaży, marża operacyjna tych spółek spadła w stosunku do uzyskanej w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Sytuacja finansowa spółek branży media – nadawanie i produkcja TV po 1Q 2011 roku (w tys. zł)



Źródło: Raporty spółek, opracowanie własne

Producenci telewizyjni (ATM Grupa, Astro) wykazali odmienne tendencje w wynikach 1Q 2011 roku. Przychody ATM Grupa w analizowanym okresie wzrosły o 9,4% r/r, natomiast dzięki spadkowi kosztów sprzedanych usług (-0,3% r/r), EBIT wzrósł w tym okresie o 39,8% r/r, a zysk netto o 55,9% r/r. W analizowanym okresie w porównaniu do 1Q 2010 roku istotnie wzrosła także wartość EBITDA (+33,6%, amortyzacja wyższa o 31%). Z kolei spółka Astro ponosiła w 1Q br. podobnie jak w całym 2010 roku nakłady na rozwój platformy OOGNET oraz uruchomienie kanałów telewizyjnych w technologii 3D. Spowodowało to, że na poziomie operacyjnym Spółka ta zanotowała stratę.

Skumulowany zysk netto sektora media – produkcja i nadawanie TV spadł w 1Q 2011 roku o 74% r/r, do 39,3 mln zł (154 mln zł w 1Q 2010 roku), w czym największy udział miała ponad 40 mln strata netto spółki TVN. Bez uwzględnienia wyniku TVN, łączny zysk netto sektora obniżyłby się o 11% r/r. Wyłączając TVN, rentowność netto pozostałych 5 spółek obniżyła się o 7,7% wobec 9,4% przed rokiem.

Podsumowując powyższe wyniki można stwierdzić, że są one zgodne z ogólną oceną stanu rynku medialnego w Polsce i zaobserwowanymi tendencjami. Wzrostowi przychodów towarzyszą szybko rosnące koszty wytworzenia (koszty nadawania, licencji, wynagrodzeń), natomiast pogorszenie na poziomie zysku netto to także wpływ kosztów obsługi długu. Sytuacja ta, czyli rosnące potrzeby w zakresie finansowania będą wymuszać zmiany w branży, tj. aliance i połączenia oraz spadek znaczenia mniejszych podmiotów nie nadążających za rozwojem rynku – głównie w zakresie nowych technologii (cyfryzacja, 3D).

4. Informacje o Astro S.A.

Przedmiotem działalności Spółki jest przede wszystkim:

- działalność związana z produkcją filmów, nagrań wideo i programów telewizyjnych;
- działalność radiowa i telewizyjna.

Kapitał podstawowy Spółki składa się z 9 900 000 akcji o wartości nominalnej 0,50 zł każda.

Struktura akcjonariatu

Akcjonariusze:	% akcji	% głosów
Ryszard Krajewski	65,9%	65,9%
K&R Enterprises Sp. z o.o.	32,5%	32,5%
Pozostali	1,6%	1,6%
Razem	100,0%	100,0%

Astro S.A. - podział na obszary działania



Źródło: Astro S.A.

Głównym źródłem przychodów Astro jest obecnie produkowany teleturniej „Familiada”. Średniorocznie Astro S.A. dostarcza Telewizji Polskiej około 118 odcinków programu. Spółka zakłada, że ze względu na wysoką oglądalność poziom ten zostanie w najbliższym okresie utrzymany. Astro tworzy także od podstaw, bądź importuje sprawdzone pomysły na inne teleturnieje telewizyjne, których wdrażanie proponuje krajowym telewizjom, jednym z tego przykładów jest nadawany w ubiegłych latach teleturniej „Vabank”.

Wyniki oglądalności teleturnieju „Familiada” w dniach 13-19.06.2011

Lp.	Data	Stacja	Program	Oglądalność (tys.) Wszyscy 4+ bez gości
1	2011-06-13	TVP2	M JAK MIŁOŚĆ	5 032
2	2011-06-19	TVP1	SPORT TVP1	3 963
3	2011-06-19	TVP1	WIADOMOŚCI 19:30	3 686
14	2011-06-19	TVP2	FAMILIADA	2 571
15	2011-06-16	TVP1	SPRAWA DLA REPORTERA	2 568

Źródło: Astro S.A.

Głównymi odbiorcami produktów Spółki w zakresie produkcji telewizyjnej jest obecnie TVP, a historycznie także TVN i POLSAT. Spółka produkowała w przeszłości programy „Miasto Kobiet” czy „Klub Młodej Mamy”, których odbiorcą był TVN. Astro w ramach prowadzonej działalności planuje dodatkowe przychody z wynajmu studia przy ulicy Inżynierskiej 4 w Warszawie (wyposażonego w nowoczesny sprzęt HD) oraz dzierżawy kamer i osprzętu (HD i 3D). Astro ma także możliwości rozwijania produkcji na potrzeby zewnętrznych podmiotów – programów cyklicznych, reklam, klipów, prezentacji.

Astro pracuje obecnie nad przygotowaniem do emisji kanałów Telewizji NEXT i uruchomieniu pełnej wersji Platformy OOGNET (www.oognet.pl). Platforma w wersji beta działa już od grudnia 2010 roku. Platforma multimedialna OOGNET jest internetowym portalem multimedialnym, prezentującym rozwiązania technologiczne dla prezentowanych treści. W najbliższym czasie platforma wzbogaci się m.in. o moduły: kamery w biznesie i videoblogi (przekaz indywidualny na żywo). Dodawane będą również własne programy i materiały. W ramach marki OOGNET wdrożone zostaną kolejne serwisy i portale internetowe – m.in. istniejący już OOGNET Lista (www.oognetlista.pl). Platforma będzie też korzystała z synergii z telewizją NEXT. Zgodnie z założeniami projektu platforma stanie się w krótkim czasie istotnym produktem w ofercie Spółki.


W zakresie działalności telewizyjnej, aktualnie Spółka posiada następujące koncesje dotyczące rozpowszechniania programów telewizyjnych:

- NEXT SKLEP HD - koncesja nr 454/2011-T,
- NEXT 24/7 HD - koncesja nr 456/2011-T,
- NEXT MUSIC HD – koncesja nr 457/2011-T,
- NEXT MAN 3D – koncesja nr 458/2011-T,
- NEXT HD – koncesja nr 459/2011-T,
- NEXT SPORT 3D – koncesja nr 460/2011-T,
- NEXT LEJDIS HD – koncesja nr 461/2011-T,
- NEXT YOUNG 3D – koncesja nr 463/2011-T,

- NEXT SACRUM HD - koncesja nr 471/2011-T,
- NEXT DOKUMENT HD - koncesja nr 472/2011-T.

W kwietniu br. Spółka podpisała umowę z Intercom Poland LLC z siedzibą w Chicago, której przedmiotem jest dystrybucja dziesięciu kanałów telewizyjnych, należących do Astro (telewizja NEXT), na terenie całego świata. Zapisy umowy wykluczają prowadzenie przez Intercom Poland LLC dystrybucji telewizji NEXT na obszarze Polski. Umowa została podpisana na okres trzech lat. Intercom Poland LLC jest spółką partnerską Intercom Ventures LLC, lidera telewizji internetowej na świecie, której oddziałem jest m.in. PolTV, Na rynku Ameryki Północnej firma ta działa od 2006 roku. Obecnie Intercom Poland LLC realizuje transmisje multimedialne w ponad 40 krajach świata.

Główne obszary działalności Astro S.A.

PRODUKCJA TV		
PORTALE I SERWISY INTERNETOWE		
KANAŁY TELEWIZYJNE		
		
		
		
		

Źródło: Astro S.A.

W ramach prowadzonych prac jako pierwszy testy rozpoczął kanał NEXT Music HD. Obecnie prowadzone są też testy kanału NEXT Man 3D, NEXT Lejdis HD/3D i NEXT Sport 3D. Astro zamierza w najbliższym czasie wykorzystać synergii wynikającą z połączenia dwóch strategii - inwestycji w kanały tematyczne i w

kanały oraz rozwiązania 3D. W najbliższym czasie koncesje będą przez Spółkę przedłużane na kolejne 6 miesięcy.

Spółka pracuje nad tworzeniem materiałów HD i 3D dla zewnętrznych odbiorców – w związku z tym Zarząd Astro S.A. coraz intensywniej dąży do pozyskiwania zleceń na tego typu realizacje, szczególnie w technologii 3D. Astro liczy też na zwiększone wpływy z wynajmu studia, dzięki posiadanemu wyposażeniu w sprzęt do produkcji w technologii HD i 3D.

Spółka zamierza w najbliższych kwartałach stopniowo wprowadzać na rynek polski nowe programy telewizyjne. Telewizja NEXT uruchomi dziesięć kanałów telewizyjnych, w tym trzy z nich - MAN, YOUNG i SPORT będą emitowały treści 3D. Pozostałe siedem kanałów to programy HD. Przedsięwzięcie to jest jednym z najbardziej zaawansowanych projektów tego typu w Europie.

5. Analiza sprawozdań finansowych

5.1. Analiza bilansu

Bilans skonsolidowany, w zł				struktura		
	31.12.09	31.12.10	31.03.11	31.12.09	31.12.10	31.03.11
AKTYWA TRWAŁE	377 793	7 819 980	6 950 219	20,3%	52,4%	61,6%
Rzeczowe aktywa trwałe	322 912	7 225 938	6 240 359	85,5%	92,4%	89,8%
Wartości niematerialne	16 454	458 762	574 580	4,4%	5,9%	8,3%
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	8 067	135 280	0	2,1%	1,7%	0,0%
Inne inwestycje długoterminowe	30 360	0	0	8,0%	0,0%	0,0%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0	0	135 280	0,0%	0,0%	1,9%
AKTYWA OBROTOWE	1 483 061	7 115 049	4 331 573	79,7%	47,6%	38,4%
Należności z tytułu dostaw i usług	977 179	847 989	409 891	65,9%	11,9%	9,5%
Należności krótkoterminowe inne	61 295	1 091 446	1 563 804	4,1%	15,3%	36,1%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	87 023	98 211	99 674	5,9%	1,4%	2,3%
Inwestycje krótkoterminowe	316 572	33 217	35 192	21,3%	0,5%	0,8%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	40 992	5 044 186	2 223 011	2,8%	70,9%	51,3%
AKTYWA RAZEM	1 860 854	14 935 029	11 281 792	100,0%	100,0%	100,0%
KAPITAŁ WŁASNY	1 146 833	8 291 767	6 382 181	61,6%	55,5%	56,6%
Kapitał zakładowy	495 000	495 000	495 000	43,2%	6,0%	7,8%
Kapitał zapasowy	0	114 930	114 930	0,0%	1,4%	1,8%
Kapitał z aktualizacji wyceny	10 852	10 852	10 852	0,9%	0,1%	0,2%
Kapitały rezerwowe	12 611	12 611	12 611	1,1%	0,2%	0,2%
Zysk (strata) z lat ubiegłych	513 440	513 440	7 658 118	44,8%	6,2%	120,0%
Zysk (strata) netto	114 930	7 144 934	-1 909 331	10,0%	86,2%	-29,9%
Rezerwy na zobowiązania	7 500	1 379 033	1 324 535	0,1%	12,2%	11,7%
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0	490 633	636 135	0,0%	30,7%	46,2%
Pozostałe rezerwy krótkoterminowe	7 500	888 400	688 400	10,5%	55,6%	50,0%
Zobowiązania długoterminowe	71 615	1 598 956	1 376 651	3,8%	10,7%	12,2%
Zobowiązania finansowe	71 615	1 598 956	1 376 651	100,0%	100,0%	100,0%
				0,0%	0,0%	0,0%
Zobowiązania krótkoterminowe	634 906	3 665 273	2 198 425	34,1%	24,5%	19,5%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	500 991	2 135 740	1 147 991	78,9%	58,3%	52,2%
Inne	0	0	217 527	0,0%	0,0%	9,9%
Kredyty i pożyczki	41 938	4 482	186 269	6,6%	0,1%	8,5%
Inne zobowiązania finansowe	0	928 444	0	0,0%	25,3%	0,0%
Z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń	53 521	594 719	646 638	8,4%	16,2%	29,4%
Z tytułu wynagrodzeń	38 456	0	0	6,1%	0,0%	0,0%
Inne	0	1 888	217 527	0,0%	0,1%	9,9%
PASYWA RAZEM	1 860 854	14 935 029	11 281 792	99,7%	103,0%	100,0%

Źródło: dane ze Spółki

Od 2010 roku znacząco zmieniła się sytuacja bilansowa Astro, jako skutek operacji nabycia wierzytelności z tytułu umowy sprzedaży 16.770 udziałów w Superstacja Sp. z o.o. Łącznie Spółka otrzymała z tego tytułu 13,2 mln zł, co istotnie wpłynęło na sumę i strukturę bilansu.

Suma bilansowa Astro wzrosła w 2010 roku ośmiokrotnie, zwiększył się znacząco udział aktywów trwałych jako efekt poczynionych inwestycji.

Środki trwałe to głównie urządzenia i maszyny (5,8 mln zł), natomiast środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne używane na podstawie umowy leasingu miały na koniec 2010 roku łącznie wartość 5 mln zł. W aktywach obrotowych nastąpił znaczący wzrost należności z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych, tj. do kwoty ponad 1 mln zł wobec 61,3 tys. na koniec 2009 roku.

Na uwagę zasługuje wysoki stan środków pieniężnych i związku z tym niski udział kredytów i pożyczek w finansowaniu.

5.2. Transakcja rozliczenia sprzedaży udziałów w Superstacja Sp. z o.o.

W dniu 20.07.2010 r. Astro S.A. otrzymała z K&R Enterprises Sp. z o.o. (Cedent) z siedzibą w Warszawie podpisaną umowę, której przedmiotem była cesja bezspornej wierzytelności w stosunku do STER Spółka z o.o. z tytułu umowy sprzedaży udziałów z dnia 12 marca 2009 roku. Umowa dotyczyła 16.770 udziałów w Superstacja Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie. Cesja na Astro S.A. (Cesjonariusz) dotyczyła wierzytelności w wysokości 16.971.240 zł. Zgodnie z pkt 2.2. umowy sprzedaży udziałów termin płatności kwoty z tytułu sprzedaży udziałów upływała w dniu 30 marca 2012 roku.

W wyniku realizacji wymienionej umowy, dokonano zakupu należności w kwocie 16,9 mln PLN, która nie była jeszcze wymagalna, a płatność miała być dokonana przez bardzo wiarygodnego partnera. Termin rozliczenia należność upływał nie później niż do 30 marca 2012, ale umowa nie wyklucza wcześniejszej spłaty bądź spłaty ratalnej. Bardzo korzystnym elementem transakcji zakupu wierzytelności była także kwota transakcji (1 mln PLN). Kwotę taką udało się uzyskać przede wszystkim dzięki dążeniu wiodącego właściciela obu spółek (K&R Enterprises Sp. z o.o. i Astro S.A.) do konsolidacji wierzytelności z tytułu sprzedaży Telewizji Superstacja w spółce Astro S.A. Dodatkowo ciężar działalności operacyjnej K&R Enterprises Sp. z o.o. jest przesuwany na Astro S.A.

W dniu 31.08.2010 roku Spółka otrzymała środki pieniężne w wysokości 8.000.000 PLN będące realizacją porozumienia z dnia 20.08.2010 roku podpisanego przez Astro S.A., Ster Sp. z o.o. i K&R Enterprises Sp. z o.o. Porozumienie to dotyczyło umowy sprzedaży udziałów z dnia 12 marca 2009 roku. W dniu 01.12.2010 roku Spółka otrzymała środki pieniężne w wysokości 5.200.000 PLN będące realizacją porozumienia z dnia

20.08.2010 podpisanego przez Astro S.A., Ster Sp. z o.o. i K&R Enterprises Sp. z o.o. Porozumienie to dotyczyło umowy sprzedaży udziałów z dnia 12 marca 2009 roku.

5.3. Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat, w zł				zmiana %	
	2009	2010	1Q 2011	10/09	1Q11/1Q10
Przychody netto ze sprzedaży:	4 475 957	4 360 196	607 357	-2,6%	-22,9%
Przychody ze sprzedaży produktów i usług	4 475 957	4 360 196	607 357	-2,6%	-22,9%
Koszt własny sprzedaży / Koszty działalności operacyjnej	4 213 912	7 450 838	1 358 096	76,8%	124,4%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	262 045	-3 090 642	-750 739	-	-
Pozostałe przychody operacyjne	9 371	85 407	11 163	811,4%	-69,5%
Pozostałe koszty operacyjne	118 599	36 737	3 916	-69,0%	-71,4%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	152 817	-3 041 973	-1 770 860	-	4371,6%
Przychody finansowe	58 955	12 251 608	57 809	20681,4%	730735,4%
Koszty finansowe	31 197	358 141	50 778	1048,0%	3492,9%
Zysk/(strata) brutto	180 575	8 851 494	-1 763 829	4801,8%	4201,2%
Podatek dochodowy	65 645	1 706 560	145 502	2499,7%	-
Zysk (strata) netto	23 637	7 144 934	-1 909 331	30127,8%	4556,0%

Źródło: dane ze Spółki

Strata netto zanotowana w 1Q 2011 roku w wysokości 1,9 mln zł jest bezpośrednią konsekwencją procesu inwestycji, który ma miejsce w Astro S.A. Od roku 2010 istotnie rośnie poziom amortyzacji, właśnie jako efekt poczynionych inwestycji. W 2010 roku amortyzacja miała wartość 1,18 mln zł, podczas gdy w 2009 roku 71,6 tys. zł. Analogicznie w 1Q 2011 roku amortyzacja wzrosła do poziomu 0,54 mln zł wobec 32,7 tys. w porównywalnym okresie roku poprzedniego.

6. Wycena Astro S.A.

6.1. Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na długoterminowej prognozie działalności Spółki. Polega ona na obliczeniu wartości bieżącej prognozowanych przyszłych strumieni pieniężnych, skierowanych do właścicieli kapitału, finansującego majątek Spółki.

Użyta metoda zakłada, że wewnętrzna wartość Spółki (rozumiana jako suma wyceny kapitału własnego i zaangażowanego kapitału obcego), równa jest sumie zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych Spółki, wyznaczonych jako prognozowana gotówkowa nadwyżka operacyjna, pomniejszona o prognozowane wydatki inwestycyjne. Jako stopę dyskontową przyjęto wyznaczony za pomocą modelu CAPM średni ważony koszt kapitału Spółki.

Wycena Spółki równa jest wartości całości zaangażowanego kapitału, pomniejszonej o wartość długu netto.

6.1.1. Założenia do wyceny

Na lata 2011 - 2013 prognoza wyników finansowych została sporządzona przez spółkę Astro. Prezentowane dane są konsekwencją założeń opisanych poniżej. Dane za 2011 rok opierają się częściowo na sprzedaży zrealizowanej (pierwsze 4 miesiące), a w pozostałej części są oszacowaniem.

Założenia:

- Realizacja części wdrożeniowej projektu OOGNET: XII/2010-IX/2011.
- Zakończenie realizacji projektu: IX 2011.
- Sprawozdania finansowe wypełniono dla prognozy po okresie przygotowania projektu OOGNET (Telewizja NEXT + portal OOGNET) w roku 2011 oraz prognozy na okres dwóch pełnych lat od momentu zakończenia realizacji projektu (lata 2012 – 2013).
- Spółka uruchomi poszczególne kanały TV w ciągu 12 miesięcy od uzyskania koncesji.
- Dotychczas projekt realizowany był przede wszystkim ze środków bieżących i uzyskanej spłaty należności z tytułu sprzedaży udziałów w Superstacja Sp. z o.o.

- W prognozach finansowych Spółka nie uwzględnia uzyskanej dotacji na projekt OOGNET. Wynika to z ostrożności związanej z wprowadzonymi zmianami koncepcyjnymi do projektu. Mimo to ryzyko braku akceptacji Instytucji Finansującej Astro S.A. uznaje za niewielkie. Kwota kosztów kwalifikowanych dotacji: 4 771 tys. PLN.
- W prognozach finansowych Spółka nie uwzględnia przychodów z tytułu rozrywki interaktywnej – gier i quizów sms, audiotele itp. Ten segment przychodów wprowadzany będzie w Astro systematycznie w zależności od uzyskiwanych wyników oglądalności. Działania te nie są jednak zaplanowane w perspektywie pierwszego roku działalności TV. Przychody z tego tytułu należy więc uznać za ewentualny czynnik poprawiający prognozy.
- Przygotowując prognozy wyników finansowych Spółka przyjęła założenie, że nie zmienią się w sposób istotny warunki prowadzenia działalności, w szczególności uregulowania prawne, podatkowe i administracyjne oraz nie będą miały miejsca wydarzenia, które w sposób znaczący mogłyby ograniczyć popyt na produkty Spółki.

Rachunek zysków i strat uwzględnia przychody i koszty, jakie wynikałyby z planowanej sprzedaży. Główne założenie jest takie, iż okres realizacji inwestycji to lata 2010 – 2011, a Projekt rozpocznie działalność w III kwartale 2011 roku i będzie funkcjonował we wszystkich latach prognozy. W odniesieniu do kanału NEXT Sklep HD przyjęto uproszczenie polegające na wliczeniu do przychodów jedynie części prowizyjnej.

Przychody netto ze sprzedaży pochodzą z kilku źródeł. Zakłada się, że Spółka będzie kontynuowała swoją działalność związaną z produkcją TV dla zewnętrznych podmiotów. Obecnie wytwarzanym przez Spółkę Astro produktem tego typu jest teleturniej Familiada. Struktura przychodów powinna zacząć się dynamicznie zmieniać w III kwartale 2011 roku, kiedy to Spółka spodziewa się pierwszych wpływów związanych z powstającymi obecnie kanałami TV. Astro w najbliższych kwartałach będzie stopniowo wprowadzało na rynek polski i amerykański nowe programy telewizyjne. W sumie telewizja NEXT (będąca elementem projektu OOGNET) uruchomi dziesięć kanałów telewizyjnych. Początkowo zakładano, że trzy z nich - MAN, YOUNG i SPORT będą emitowały treści 3D. Pozostałe siedem kanałów miały stanowić programy HD. Obecnie do kanałów przygotowywanych w oparciu o technologię 3D włączono kanał NEXT Lejdis HD/3D.

Astro S.A. kontynuuje rozbudowę platformy multimedialnej OOGNET (www.oognet.pl) umożliwiającej świadczenie innowacyjnych usług za pomocą sieci Internet. Platforma w szybkim tempie zwiększa liczbę swoich użytkowników. Pozostając w dalszym ciągu w wersji beta osiąga również stopniowy wzrost przychodów w oparciu o skokowy wzrost liczby użytkowników. Pełną planowaną funkcjonalność platforma osiągnie również w III kwartale 2011 roku. Uzupełnieniem struktury przychodów będą wpływy z wynajmu i

dzierżawy sprzętu oraz nowocześnie wyposażonego (HD) studia telewizyjnego przy ul. Inżynierskiej 4 w Warszawie (podział zysku z K&R Enterprises, który tj. właścicielem budynku).

Nowa działalność będzie generowała przychody ze sprzedaży usług telewizyjno – telekomunikacyjnych. Przychody z tego tytułu objęte są oddzielną, szczegółową kalkulacją. Nie prognozuje się występowania przychodów ze sprzedaży towarów i materiałów.

6.1.2. Prognoza przychodów Astro S.A. w rozbiciu na poszczególne źródła

Produkcja TV – przychody prognoza

Grupa produktów	Przychody w zł							
	2010	%	2011P	%	2012P	%	2013P	%
Produkty telewizyjne								
Teleturnieje	4 360 000	100%	4 578 000	87%	4 807 000	75%	5 867 000	75%
Programy telewizyjne	0	0%	0	0%	689 000	11%	906 000	12%
Produkty reklamowe	0	0%	658 000	13%	910 000	14%	730 000	9%
Filmy dokumentalne	0	1%	0	0%	0	0%	300 000	4%
Razem	4 360 000	100%	5 236 000	100%	6 406 000	100%	7 803 000	100%

Źródło: dane ze Spółki, DM AmerBrokers

Spółka Astro zakłada, że w latach 2011-2012 utrzyma produkcję teleturnieju „Familiada” na poziomie 118-122 odcinków rocznie (w tym ok. 110 odcinków standardowych oraz odcinki specjalne). W 2013 roku planowany jest wzrost wysokości przychodu z odcinka o około 15% i zwiększenie liczby emitowanych odcinków do 134 - 138 rocznie. Prognozowana zmiana wynika z uatrakcyjnienia koncepcji rozgrywki. Odbiorcą produktu jest TVP S.A. Zarówno rozmowy prowadzone z TVP S.A., jak i wyniki oglądalności programu oraz zainteresowanie reklamodawców pozwalają ocenić ryzyko zaprzestania produkcji jako niskie.

Astro systematycznie pracuje nad scenariuszami nowych, cyklicznych produkcji zewnętrznych. Spółka opracowała pakiet ciekawych koncepcji, które są bądź dopiero będą oferowane zewnętrznym telewizjom. Są to produkcje nieuwzględnione w ramówce telewizji NEXT, a ich sprzedaż ma posłużyć dywersyfikacji źródeł przychodów Astro S.A. Rozmowy na temat wprowadzenia produktów na rynek Spółka prowadzi przede wszystkim z TVP S.A., ale także z mniejszymi podmiotami telewizyjnymi. Bardzo ostrożne prognozy zakładają, że w 2012 roku uda się wypuścić na rynek 16 odcinków tego typu programu. Przychód z tego tytułu to ok. 43 tys. PLN/odcinek. W 2013 roku planuje się wyprodukowanie ok. 20 odcinków po ok. 45,3 tys. PLN za odcinek. Ostatecznie wyniki mogą się jednak okazać znacznie lepsze od zakładanych.

W zakresie przychodów z produkcji reklamy, segment ten został zaprognozowany ostrożnie. Spółka dysponuje obecnie bardzo nowoczesną bazą sprzętową i profesjonalnym zespołem produkcyjnym. Te dwa czynniki w połączeniu z dostępem do technologii 3D powodują, że wartości wynikające z wpływów z produkcji reklamowej powinny być istotnym przychodem dla Astro S.A. Przewaga konkurencyjna Spółki polega przede wszystkim na możliwości opracowania i zrealizowania reklam 3D. Możliwości techniczne Astro S.A. pozwalają m.in. tworzyć reklamy oparte na, jednym z pierwszych na świecie, wirtualnym studiu 3D firmy Orad.

Filmy dokumentalne są typem produkcji, który był w przeszłości realizowany przez Spółkę. Z punktu widzenia struktury przychodów nie są to produkty na których Astro skupia swoje wysiłki. Nie mniej ze względu na powtarzające się oferty na realizację filmów dokumentalnych Spółka zakłada wykonanie jednej tego typu realizacji w latach 2011-2013 z budżetem określonym na poziomie ok. 300 tys. PLN. Nie jest wykluczona realizacja większej ilości filmów pod warunkiem zachowania znacznej marży ze sprzedaży. Równocześnie Astro S.A. regularnie zgłasza swój akces do postępowań i przetargów na przygotowanie filmów promocyjnych dotyczących regionów bądź miast. Ze względu na podkreślaną ostrożność prognoz ewentualne wpływy z tego tytułu nie zostały zaprognozowane – budżety pojedynczych produkcji wahają się między 35 tys. PLN, a 450 tys. PLN.

Telewizja NEXT

Odbiorcy krajowi prognoza

NEXT TV	stan na koniec okresu			
	31.10.2011	2011	2012	2013
Rok prognozy				
Ilość kanałów tematycznych*	8	8	8	8
Ilość kanałów ogólnych	1	1	1	1
ilość kanałów sklepowych	1	1	1	1
Wzrost rynku -r/r		10%	10%	10%
Odbiorcy NEXT - prognoza	100 000	300 000	700 000	900 000

* w tym 4 kanały 3D

Źródło: dane ze Spółki, DM AmerBrokers

Odbiorcy zagraniczni prognoza

NEXT TV - IPTV	stan na koniec okresu			
	31.10.2011	2011	2012	2013
Rok prognozy				
Ilość kanałów tematycznych	8	8	8	8
Ilość kanałów ogólnych	1	1	1	1
Wzrost zasięgu sieci -r/r		30%	30%	40%
Odbiorcy NEXT - prognoza	60 000	150 000	220 000	250 000

Źródło: dane ze Spółki, DM AmerBrokers

Abonamenty w dystrybucji kablowej to bardzo istotna część planowanych przychodów Astro. Spółka prowadzi rozmowy z największymi dystrybutorami telewizji kablowych w Polsce. Spółka. Poza systematyczną obecnością na spotkaniach dystrybutorów, Spółka oficjalnie prezentowała też swoją ofertę na targach PIKE w październiku 2010 roku (przy okazji OOGNET TV (robocza nazwa NEXT) był oficjalną telewizją tych targów). Analizowane są dwie opcje proponowania kanałów NEXT – w pakiecie podstawowym danej telewizji kablowej. Zaletą tego rozwiązania jest automatyczne wprowadzenie oferty Astro do wszystkich odbiorców danego dostawcy. Druga opcja polega na skonstruowaniu niezależnego pakietu dla klientów telewizji – wówczas firma dzieli się zyskiem z dystrybutorem. Równocześnie podkreślić należy, że wpływy zostały oszacowane z uwzględnieniem okresów trialowych, które zwyczajowo towarzyszą wprowadzeniu nowych programów do dużych dystrybutorów kablowych. W niektórych przypadkach mogą one trwać nawet 9 miesięcy. Spółka będzie jednak dążyła do ograniczenia czasu trwania i liczby tego typu rozwiązań. Spółka Astro będzie też przygotowana technicznie do emisji kanałów w standardzie SD – ze względu na potrzebę dotarcia do szerokiego grona odbiorców. Emisja SD będzie jednak ograniczana w miarę wzrostu rynku HD i 3D.

Spółka podpisała umowę z Intercom Poland LLC z siedzibą w Chicago umowę, której przedmiotem jest dystrybucja dziewięciu kanałów telewizyjnych, należących do Astro S.A. (telewizja NEXT), na terenie całego świata poza Polską. Intercom Poland LLC jest spółką partnerską Intercom Ventures LLC, lidera telewizji internetowej na świecie. Intercom nie będzie oferował kanału sklepowego NEXT Sklep HD. Prognozy zakładają stopniowe zwiększanie liczby oferowanych przez Intercom kanałów NEXT – 7 do końca roku 2011. Obecnie testowany jest przekaz sygnału kanału muzycznego. Podane wartości dotyczące liczby klientów są oparte na szacunkach Intercom Poland LLC. Realizacja założeń Astro S.A. w tym aspekcie zależy od zrealizowania planów przez partnera. Jednakże Astro zachowując margines bezpieczeństwa założyła niską średnią użytkowników (podana wartość 150 tys. to ich ilość na koniec roku) w ostatnich miesiącach 2011 i zaledwie 7 swoich kanałów w ofercie Intercom na koniec roku.

Spółka zakłada prowadzenie sprzedaży przez kanał sklepowy. W tym elemencie prognozy istnieje spory potencjał uzyskiwanych przychodów. Jednak ze względu na pewne opóźnienia w rozmowach z partnerami wartości zostały dobrane bardzo ostrożnie. Spółka planuje czerpać przede wszystkim korzyści prowizyjne z kanału sklepowego. Prawdopodobnie prowizja będzie obejmowała sprzedaż prowadzoną przez podmiot zewnętrzny – około 10% od przychodu. W alternatywnej wersji (prowadzenie projektu bez udziału partnera) zakładane prowizje/marże wzrosną (ok. 20%), ale Astro S.A. będzie zmuszona do organizacyjnego objęcia tego rozwiązania, co nie było zakładane w ostatnim analizowanym modelu funkcjonowania tego kanału.

Przychody z reklamy

Grupa produktów	Przychody w zł							
	2010	%	2011P	%	2012P	%	2013P	%
Telewizja NEXT								
Emisja reklam - dystrybucja kablowa	0	0%	110 000	19%	1 940 000	69%	2 920 000	73%
Emisja reklam - dystrybucja IPTV	0	0%	190 000	33%	920 000	10%	1 280 000	8%
Emisja reklam - kanał sklepowy	0	0%	0	0%	110 000	21%	290 000	18%
Pozostałe w tym sponsoring programów	0	0%	270 000	47%	520 000	0%	690 000	1%
Razem	0	0%	570 000	100%	3 490 000	100%	5 180 000	100%

Źródło: dane ze Spółki

W zakresie emisji reklam poprzez sieci kablowe Spółka zamierza uzyskać korzystne warunki współpracy z domem (domami mediowymi) oferując pakiet kanałów, w tym coraz lepiej wyceniane przez branżę reklamową kanały tematyczne. Dysponując m.in. pakietami „rodzinnymi”: NEXT Lejdis 3D (zmiana z HD), NEXT Man 3D, NEXT Young 3D oraz technologią 3D (alternatywnie HD) Astro S.A. zamierza dynamicznie zwiększać osiągnięte przychody z reklamy. Realny wzrost uzyskiwanych przychodów możliwy będzie po uzyskaniu pierwszych wyników badań oglądalności kanałów NEXT (2012 rok) – zwykle dokonywanych przez AGB Nielsen. Wartości podawane przez Spółkę wynikają z przeliczenia i zredukowania standardowych wpływów uzyskiwanych przez średnich rozmiarów stacje telewizyjne w 2010 r. (np. Kino Polska – ok. 8,59 mln PLN – 2010 rok, 4FunTV – 11,49 mln PLN) oraz uwzględnienia bonusów cennikowych. To źródło przychodów ma zdaniem Astro S.A. duże perspektywy wzrostu.

Wpływy z reklamy uzyskiwane w trybie dystrybucji IPTV będą dzielone pomiędzy Astro S.A., a Intercom Poland LLC. Obowiązujący na podstawie umowy podział to 50%/50%. Dla Astro jest to korzystne rozwiązanie ze względu na pozycję rynkową i posiadane przez Spółkę matkę Intercom Poland LLC kontakty i kontrakty reklamowe.

Reklamy emitowane w kanale sklepowym zostały wyodrębnione z pozostałej grupy, ze względu na niewielką prognozowaną wartość i znikome znaczenie strategiczne dla funkcjonowania kanału sklepowego. Cennik reklamy w kanale sklepowym będzie wyraźnie niższy niż w pozostałych kanałach tematycznych.

Spółka aktywnie poszukuje sponsorów poszczególnych programów i formatów uznając pojawiające się wpływy z tego tytułu jako cenne uzupełnienie przychodów. Ze względu na podział tematyczny oraz technologię, zainteresowanie propozycjami NEXT ze strony sponsorów jest znaczne, przy zastrzeżeniu że otrzymują oni premię za inwestycję w nowy produkt bez poznania wyników oglądalności. W tej grupie przychodów należy uwzględnić sprzedaż praw autorskich do programów oraz wpływy z tytułu działalności wydawniczej.

Portal OOGNET

Grupa produktów	Przychody w zł							
	2010	%	2011P	%	2012P	%	2013P	%
Portal OOGNET								
Wpływy z abonamentów	0	0%	108 000	30%	250 000	31%	560 000	41%
Wpływy z reklamy	0	0%	100 000	28%	290 000	36%	390 000	29%
Pozostałe usługi	0	0%	155 000	43%	270 000	33%	410 000	30%
Razem	0	0%	363 000	100%	810 000	100%	1 360 000	100%

Źródło: dane ze Spółki

Integralnym elementem portalu jest sekcja skupiająca obrazy z kamer HD instalowanych w różnych częściach Polski. Po zbudowaniu bazy kamer w ciekawych lokalizacjach Astro zamierza stopniowo zwiększać udział kamer komercyjnych w portalu. Istotą tego pomysłu jest opłacanie abonamentu przez właściciela firmy która chce promować swoją działalność wykorzystując do tego widok z kamery umieszczonej w jego siedzibie czy też chce oprzeć promocję na portalu jako takim. W tym wypadku Astro będzie osiągała przede wszystkim wpływy z abonamentów za umieszczanie kamer – ich wysokość wahać się będzie od 100,00 do 200,00 PLN oraz opłaty za transfer obrazu, które będą się wahać 289,00 PLN do 340,00 PLN miesięcznie. Poszczególne wartości zależą od wybranego pakietu usługi. Równocześnie istnieje szereg usług wokół abonamentowych np. dokupowanie dodatkowego transferu w cenie 2,00 PLN za 1 GB. Ciekawymi, realizowanymi już przykładami komercyjnego wykorzystania kamer oognet są m.in. hotele i restauracje znajdujące się bezpośrednio przy plaży, bądź kawiarnia i hostel położone przy głównych ulicach miast.

Portal oferuje szereg form reklamowych. Między innymi elementy promujące takie jak: boxy, belki, tapety oraz formy standardowe takie jak: banery, scrollery, billboardy oraz reklamy video. Obecnie firma związana jest z Domem Mediowym Evolution Media Net, umową na obsługę przestrzeni reklamowej OOGNET. W ramach tego źródła dochodów w perspektywie roku znaczenia powinien nabrać serwis OOGNET Lista.

Pozostałe usługi dotyczą przede wszystkim umów sponsorskich, barterowych, przeprowadzania dedykowanej promocji na rzecz klienta, rozsyłania newsletterów w oparciu o zarejestrowanych użytkowników czy produkcji materiałów przy wykorzystaniu bazy produkcyjnej OOGNET (niezależna redakcja). Portal będzie prawdopodobnie pierwszym miejscem w polskim Internecie prezentującym cykliczne treści 3D, co zostanie wycenione przede wszystkim w opłatach sponsorskich. Dodatkowym przychodem jest także marża na sprzedaży sprzętu Video HD przeznaczonego do prowadzenia transmisji na stronie OOGNET.

Wynajem i dzierżawa - sprzęt i studia TV

Grupa produktów	Przychody w zł							
	2010	%	2011P	%	2012P	%	2013P	%
Sprzęt i Studio								
Studio Inżynierska 4	0	0%	192 000	47%	288 000	45%	288 000	45%
Sprzęt AV	0	0%	54 000	13%	228 000	36%	221 000	35%
Pozostałe*	0	0%	160 000	39%	120 000	19%	125 000	20%
Razem	0	0%	406 000	100%	636 000	100%	634 000	100%

*m.in. okazjonalne wynajęcie studiów przy ul. Racjonalizacji 5

Źródło: dane ze Spółki, DM AmerBrokers

Astro dysponuje bardzo nowoczesnym studiem telewizyjnym przy ulicy Inżynierskiej 4 wyposażonym w sprzęt HD i przygotowanym do obsługi złożonych produkcji. W studio tym prowadzone są obecnie przede wszystkim nagrania teleturnieju „Familiada”. Studio to w dni, w które nie odbywają się nagrania „Familiady” ani telewizji NEXT będzie oferowane do wynajęcia. Standardowy dzień zdjęciowy wynajęcia studia wyceniany jest na 9,00 tys. PLN.

W miarę zwiększania liczby wykorzystywanych studiów wirtualnych Spółka będzie systematycznie uwalniać przestrzeń studyjną w Warszawie przy ulicy Racjonalizacji. Do tego należy wziąć pod uwagę, że 4 programy TV – NEXT Dokument HD, NEXT Film HD (dawnie Sacrum HD), oraz NEXT Sklep HD i NEXT Music HD będą w znikomym zakresie korzystać ze studiów. Taka sytuacja powoduje, że Astro będzie zmierzać do wynajęcia wolnych studiów podmiotom zewnętrznym. Stawki będą zbliżone do tych proponowanych dla studia przy ulicy Inżynierskiej. Planowane są też przychody z tytułu wypożyczania elementów scenografii oraz wynajmowania przestrzeni telewizyjnej do celów imprez integracyjnych, a także spotkań motywacyjnych i promocyjnych.

Na podstawie powyższych założeń przygotowano prognozę wyników Astro S.A. na lata 2011 – 2015:

Prognozowane wskaźniki, dane w zł

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Przychody ze sprzedaży	4 360 196	8 950 000	34 392 000	42 640 000	46 904 000	51 594 400
Zmiana przychodów	-2,6%	105,3%	284,3%	24,0%	10,0%	10,0%
EBITDA	-1 861 206	-2 666 968	13 770 400	20 182 152	20 108 152	22 041 009
Marża EBITDA	-42,7%	-29,8%	40,0%	47,3%	42,9%	42,7%
EBIT	-3 041 973	-4 370 475	12 021 199	18 773 645	18 761 600	20 637 760
Marża operacyjna	-69,8%	-48,8%	35,0%	44,0%	40,0%	40,0%
Zysk (strata) netto	7 144 934	-4 863 000	9 145 617	14 549 192	14 071 200	15 478 320
Marża zysku netto	163,9%	-54,3%	26,6%	34,1%	30,0%	30,0%
P/Sales	12,03	5,86	1,53	1,23	1,12	1,02
EV/EBITDA	-	-	3,31	1,58	1,60	1,48
P/E	7,34	-	5,74	3,61	3,73	3,39
P/BV	6,33	15,83	4,21	1,94	1,28	0,93

Źródło: Prognoza na lata 2011-2013 została sporządzona przez Astro, na lata 2014-2015 przez DM AmerBrokers

Dług netto przyjęty według stanu na 31.03.2011 roku, natomiast Dług /Dług + Kapitały liczony według stanu na koniec każdego roku prognozy. Dodatkowo zakłada się, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 1,0%. Beta dla Astro przyjęta została na poziomie 1,5 z uwagi na potencjalnie większą możliwość wahań kursu niż w przypadku indeksów giełdowych.

6.2. Wycena

Wycena metodą DCF, w zł

	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2015P+
Zysk operacyjny	-4 370 475	12 021 199	18 773 645	18 761 600	20 637 760	20 637 760
- opodatkowanie EBIT	-830 390	2 284 028	3 566 993	3 564 704	3 921 174	3 921 174
NOPLAT	-3 540 085	9 737 171	15 206 652	15 196 896	16 716 586	16 716 586
+ Amortyzacja	1 703 507	1 749 200	1 408 507	1 346 552	1 403 249	1 403 249
- Zmiana kapitału pracującego	-1 657 855	-1 545 899	-526 484	-244 249	-268 674	-26 867
Nadwyżka operacyjna	-3 494 433	9 940 473	16 088 675	16 299 199	17 851 161	18 092 967
- Wydatki inwestycyjne	1 873 858	1 924 120	1 549 358	1 481 207	1 543 574	1 543 574
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	-5 368 291	8 016 353	14 539 317	14 817 992	16 307 587	16 549 393
współczynnik dyskonta	89,1%	81,2%	72,5%	64,3%	56,9%	56,9%
Wartość bieżąca (PV FCF)	-4 782 894	6 505 809	10 545 391	9 529 398	9 281 251	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Premia za ryzyko (dług)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Efektywny koszt długu	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Beta	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Dług / (Dług + Kapitały własne)	19,7%	54,6%	24,6%	12,0%	8,9%	8,9%
WACC	12,2%	9,8%	11,9%	12,8%	13,0%	13,0%
Suma DCF 2011-2015	31 078 956					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%					
Wartość rezydualna 2015+ (RV)	139 348 618					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	79 308 456					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	110 387 411					
Dług netto	-660 092					
Wartość 100% akcji	111 047 503					
Liczba akcji (tys. szt.)	9 900 000					
Wartość 1 akcji, w zł	11,22					

Źródło: obliczenia własne

Wartość 1 akcji Astro S.A. obliczona metodą dochodową wynosi 11,22 zł.

Analiza wrażliwości wyceny DCF na przyjęte założenia odnośnie wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy przedstawia się następująco:

Zmienne		Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	1,0%	10,00	10,29	10,60	10,93	11,30
	0,5%	10,26	10,56	10,90	11,26	11,65
	0,0%	10,53	10,86	11,22	11,61	12,03
	-0,5%	10,82	11,18	11,57	11,99	12,45
	-1,0%	11,14	11,52	11,95	12,41	12,92

Źródło: obliczenia własne

Autor: Robert Kurowski

e-mail: robert.kurowski@amerbrokers.pl

Źródła danych:

- dane finansowe i inne informacje otrzymane od Astro S.A.;
- opracowania branżowe;
- informacje prasowe oraz dostępne w Internecie itp.

Autor niniejszej analizy użył swojej najlepszej wiedzy i dołożył wszelkich starań aby była ona sporządzona rzetelnie i obiektywnie. Dom Maklerski AmerBrokers S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o ten dokument. Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z Ustawy z dnia 04.02.1994 o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U.Nr 24, poz.83). W szczególności nie jest dozwolone powielanie i rozpowszechnianie powyższego bez zgody Domu Maklerskiego AmerBrokers S.A.