

4 listopada 2009

Aktualizacja raportu


**Media**  
Polska

|                                |                  |
|--------------------------------|------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>            | <b>13,87 PLN</b> |
| <b>Cena docelowa</b>           | <b>15,30 PLN</b> |
| Kapitalizacja                  | 4,80 mld PLN     |
| Free float                     | 1,95 mld PLN     |
| Średni dzienny obrót (3 mies.) | 21,02 mln PLN    |

#### Struktura akcjonariatu

|                               |        |
|-------------------------------|--------|
| Strateurop International B.V. | 52,99% |
| N-Vision B.V.                 | 4,02%  |
| Cadizin                       | 2,39%  |
| Pozostali                     | 40,61% |

#### Strategia dotycząca sektora

Rynek reklamowy po wielu tłustych latach przeżywa okres znacznego załamania. Wydatki reklamowe w drugim kwartale 2009 roku spadły o ponad 16%, a w całym roku oczekujemy utrzymania 12% ujemnej dynamiki rynku.

#### Profil spółki

Grupa TVN jest jednym z największych nadawców telewizyjnych w Polsce. Całkowity udział Grupy w oglądalności to 21,2%. Oprócz rynku telewizyjnego Grupa działa również na rynku internetowym: jej własnością jest najpopularniejszy w kraju portal Onet.pl. W bieżącym roku TVN przejął kontrolę nad trzecią co do wielkości platformą cyfrową w kraju — 'n'

# TVN

TVNN.WA; TVN.PW

# Akumuluj

(Niezmieniona)

## Odbicie w reklamie jeszcze nie teraz

Trzeci kwartał nie przyniósł przełomu na rynku reklamowym, a wyniki operacyjne z przyczyn sezonowych dodatkowo pogarszała platforma 'n'. Oczekujemy, że również czwarty kwartał nie przyniesie istotnej zmiany sytuacji na rynku reklamowym, co powinno przełożyć się na całoroczną dynamikę rynku na zakładanym przez nas poziomie -12%. Utrzymującą się zaskakującą słabość segmentu telewizyjnego w relacji do reszty rynku skłania nas do niewielkiej korekty założeń dotyczących dynamiki przychodów zarówno segmentu (-11,8%) jak i TVN (-11,3%). Obniża to naszą cenę docelową dla akcji TVN z 16,0 PLN do 15,3 PLN, co wobec spadku wartości spółki obserwowanego w ostatnich tygodniach przekłada się na podtrzymanie przez nas rekomendacji akumuluj.

#### 3Q2009 — słabiej ze względu na 'n'

Gorsze wyniki operacyjne opublikowane przez spółkę wynikają przede wszystkim ze słabszej postawy platformy 'n', która zanotowała 34 mln PLN straty EBITDA, przy -24 mln PLN w ubiegłym kwartale. Tak wysoka strata była spowodowana zmianą warunków umowy w lipcu, która pozwalała klientom zerwać dotychczasową umowę bez ponoszenia konsekwencji. Zaowocowało to gwałtownym wzrostem churnu i dodatkowymi kosztami przy obniżonych przychodach. Sytuacja ta miała charakter jednorazowy i nie wpływa według nas na długoterminowe perspektywy spółki.

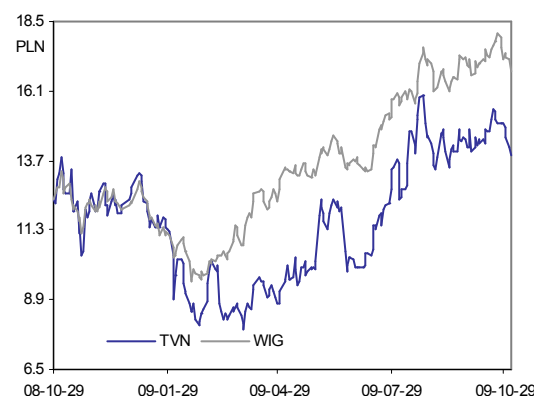
#### W czwartym kwartale nadal ciężko?

Spodziewamy się, że ujemna dynamika wydatków reklamowych w czwartym kwartale utrzyma się na poziomie 10-11%. Zarząd spółki nie przewiduje wcześniejszego zakończenia jesiennej ramówki, zatem koszty programowe powinny pozostać na zeszłorocznym poziomie. Również w odniesieniu do kosztów osobowych, oszczędności należy się spodziewać jedynie ze strony niższych kosztów programu motywacyjnego. Dodatkowo czwarty kwartał będzie się wiązał najprawdopodobniej z wyższymi kosztami wzrostu bazy abonenckiej w platform 'n', co przełoży się naszym zdaniem na najgorszy dla ITI Neovision kwartał w tym roku.

#### Inwestycja w przyszłość

Mimo oczekiwanego przez nas utrzymania się trudnej sytuacji i ujemnej dynamiki na rynku reklamy przynajmniej w perspektywie dwóch najbliższych kwartałów uważamy, że bieżąca wycena TVN pozostawia potencjał wzrostowy. Na tle średniej dla porównywalnych spółek z regionu (CME, CTC) spółka notowana jest z dyskontem zarówno na wskaźniku P/E jak i EV/EBITDA (-11,1%), a dzięki zbliżaniu się platformy 'n' do rentowności oraz spodziewanemu przez nas w 2011 roku ożywieniu na rynku reklamowym TVN powinien dynamicznie poprawiać wyniki osiągając w 2011 roku rekordowy poziom EBITDA.

#### Kurs akcji TVN na tle WIG



#### Piotr Grzybowski

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

| (mln PLN)    | 2007    | 2008    | 2009P   | 2010P   | 2011P   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody    | 1 554,7 | 1 897,3 | 2 102,7 | 2 423,5 | 2 713,6 |
| EBITDA       | 552,6   | 711,4   | 610,5   | 620,2   | 779,1   |
| marża EBITDA | 35,5%   | 37,5%   | 29,0%   | 25,6%   | 28,7%   |
| EBIT         | 480,5   | 631,9   | 428,8   | 389,3   | 533,4   |
| Zysk netto   | 241,8   | 363,7   | 307,4   | 236,0   | 348,2   |
| DPS          | 0,4     | 0,3     | 0,6     | 0,4     | 0,3     |
| P/E          | 19,9    | 13,3    | 15,6    | 20,4    | 13,8    |
| P/CE         | 15,3    | 10,9    | 9,8     | 10,3    | 8,1     |
| P/BV         | 3,4     | 2,9     | 2,7     | 2,6     | 2,3     |
| EV/EBITDA    | 10,0    | 8,2     | 11,5    | 11,4    | 8,9     |

## Odbicie na rynku reklamowym jeszcze nie teraz

### Wyniki 3Q2009 – bez przełomu na rynku reklamowym

Wyniki trzeciego kwartału w TVN nie pokazały istotnej poprawy w odniesieniu do kondycji rynku reklamowego. Przychody Grupy co prawda wzrosły o 20,9% do 428 mln PLN, jednak źródłem wzrostu była przede wszystkim konsolidacja wyników platformy cyfrowej 'n', która przyniosła uwzględniając wyłączenia konsolidacyjne około 102,0 mln PLN dodatkowych wpływów. Przychody reklamowe Grupy spadły o 13,0% do 232,5 mln PLN, przy czym spadek przychodów w samym segmencie telewizyjnym sięgnął 14%. Duże lepiej zachowywały się przychody ze sponsoringu, które spadły o 6,2% do 19,5 mln PLN które jeszcze w drugim kwartale spadały w tempie blisko 16%. Spadek przychodów z reklam i sponsoringu był podobnie jak w pierwszych trzech miesiącach roku częściowo rekompensowany przez wzrost przychodów ze sprzedaży licencji programowych do telewizji kablowych i platform satelitarnych. Wpływy z tego tytułu wzrosły o 11,0 mln PLN lub o 36,4% do 41,3 mln PLN. Dynamicznie wzrosły przychody z audiotele i teleshopingu. W odniesieniu do przychodów platformy cyfrowej nastąpił spadek wpływów w porównaniu do ubiegłego kwartału ze 105 mln PLN do 102,2 mln PLN. Przyczyną słabego wyniku 'n' była zmiana warunków umowy z klientami, która doprowadziła do wzrostu churnu i przez to mniej dynamicznego wzrostu liczby użytkowników. Na niskie przychody przełożył się też sezon urlopowy, który spowodował mniejszą ilość sprzedanych usług dodanych (przede wszystkim VOD). W skali kwartału platforma 'n' przyniosła 34,3 mln PLN straty na poziomie EBITDA, o 10 mln PLN więcej niż w minionym kwartale.

### Wyniki finansowe Grupy TVN w trzecim kwartale 2009 roku

| (mln PLN)   | 3Q2009 | 3Q2008 | zmiana  | 1-3Q 2009 | 1-3Q 2008 | zmiana | 2009P  | 2008   | zmiana |
|-------------|--------|--------|---------|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody   | 427,9  | 353,8  | 20,9%   | 1443,0    | 1305,0    | 10,6%  | 2102,7 | 1897,3 | 10,8%  |
| EBITDA      | 48,9   | 94,8   | -48,4%  | 440,8     | 468,5     | -5,9%  | 610,5  | 711,4  | -14,2% |
| marża       | 11,4%  | 26,8%  | -       | 30,5%     | 35,9%     | -      | 29,0%  | 37,5%  | -      |
| EBIT        | -3,7   | 74,1   | -       | 309,3     | 409,8     | -24,5% | 428,8  | 631,9  | -32,1% |
| Zysk brutto | 48,4   | 4,7    | 928,0%  | 176,5     | 340,8     | -48,2% | 290,8  | 447,6  | -35,0% |
| Zysk netto  | 58,1   | 5,0    | 1060,3% | 178,0     | 276,0     | -35,5% | 307,4  | 363,7  | -15,5% |

Źródło: TVN, szacunki DI BRE Banku SA

W odniesieniu do kosztów operacyjnych nie udało się spółce powtórzyć sukcesu poprzedniego kwartału, gdzie znacznie ograniczono wydatki na koszty osobowe i koszty programingu. Dzięki o tydzień późniejszemu startowi jesiennej ramówki koszty programowe zredukowane zostały w porównaniu z ubiegłym rokiem o 7 mln PLN. W zakresie kosztów osobowych obniżono o około 5 mln PLN r/r koszty programu motywacyjnego, co jest związane z wygaśnięciem części programu i brakiem decyzji o jego kontynuacji ze strony WZA.

### Przychody Grupy TVN według źródła

|                                   | 3Q2009       | 3Q2008       | zmiana       |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| przychody reklamowe               | 232,5        | 267,2        | -13,0%       |
| przychody z licencji programowych | 41,3         | 30,3         | 36,4%        |
| platforma cyfrowa                 | 93           | 0            | -            |
| przychody ze sponsoringu          | 19,5         | 20,8         | -6,2%        |
| Przychody z audiotele             | 12           | 8            | 48,0%        |
| Przychody z usług internetowych   | 5            | 6            | -16,7%       |
| Pozostałe                         | 24,6         | 21,5         | -14,4%       |
| <b>Razem</b>                      | <b>427,9</b> | <b>353,8</b> | <b>20,9%</b> |

Źródło: TVN, szacunki DI BRE Banku SA

Słaby wynik platformy cyfrowej w połączeniu z wciąż nieprzejawiającym oznak ożywienia rynkiem reklamowym przełożyły się na stratę operacyjną Grupy na poziomie 3,7 mln PLN.

Na poziomie działalności finansowej spółka zgodnie z przewidywaniami osiągnęła duże dodatnie saldo w wysokości 52,1 mln PLN. Źródłem tak korzystnego rezultatu były różnice kursowe zaksięgowane od obligacji senior notes (+53 mln PLN), długu walutowego platformy 'n' (27,6 mln PLN) oraz zobowiązania warunkowego względem ITI (13,1 mln PLN) wynikająca z klauzuli dopłaty 60 mln euro. Ponadto 13,9 mln PLN wyniosły różnice kursowe od zobowiązań handlowych Grupy. Różnice kursowe w ITI Neovision spowodowały również, że mimo znacznej straty operacyjnej w wysokości 61,8 mln PLN zaksięgowana przez TVN strata



mniejszości miała wartość zaledwie 8,4 mln PLN, co pozwoliło Grupie TVN osiągnąć zysk netto w kwocie 58,1 mln PLN.

## Perspektywy na 4Q2009

### Rynek reklamy

Zarząd TVN wyraża nadzieję, że czwarty kwartał powinien przynieść sygnały poprawy sytuacji na rynku reklamowym, choć odmówił oceny wyników sprzedaży czasu reklamowego w październiku. Wydaje się nam, że zejście ujemnej dynamiki wydatków reklamowych do wartości jednocyfrowych będzie bardzo trudne i ewentualna poprawa czwartego kwartału powinna oznaczać dynamikę w przedziale 9-10%. Tym samym podtrzymujemy nasze oczekiwania dla całego rynku reklamowego na poziomie -12% w skali całego 2009 roku. Wciąż zaznaczająca się relatywna słabość segmentu telewizyjnego (spadek w trzecim kwartale o 13%) skłania nas natomiast do korekty prognozy spadku wydatków reklamowych w tym segmencie do 11,8%. W odniesieniu do telewizyjnych przychodów reklamowych spadek powinien wynieść około 11,3%.

### Poziom kosztów utrzymany

Zdaniem zarządu nie ma przesłanek by na podobieństwo drugiego kwartału dokonać w grudniu skrócenia jesiennej ramówki. Niemniej decyzja taka może zostać podjęta w wypadku, gdyby bardzo wrażliwy na koniunkturę okres przedświąteczny pokazał pogorszenie sytuacji w stosunku do jesieni. W razie utrzymania standardowej długości sezonu koszty programowe powinny utrzymać się na poziomie porównywalnym z ubiegłym rokiem.

### ITI Neovision – jaka cena wzrostu?

Czwarty kwartał jest tradycyjnie okresem najdynamiczniejszego wzrostu liczby abonentów w platformach. Wzrost ten jednak jest okupiony dużymi kosztami pozyskania abonenta, co negatywnie przekłada się na wynik. W przypadku platformy 'n', która nie sprzedaje dekoderek a jedynie je wynajmuje (a przez to nie ponosi kosztu subsydiów) wpływ wzrostu bazy abonenckiej nie powinien być tak widoczny na wynikach finansowych. Niemniej spodziewamy się, że platforma zanotuje swój najsłabszy kwartał notując stratę EBITDA na poziomie około 38 mln PLN.

# Rachunek wyników TV+internet

| (mln PLN)                              | 2007           | 2008           | 2009P          | 2010P          | 2011P          | 2012P          | 2013P          |
|----------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>          | <b>1 554,7</b> | <b>1 897,3</b> | <b>1 797,7</b> | <b>1 849,3</b> | <b>1 976,6</b> | <b>2 177,5</b> | <b>2 396,9</b> |
| zmiana                                 | 33,5%          | 22,0%          | -5,3%          | 2,9%           | 6,9%           | 10,2%          | 10,1%          |
| Przychody ze sprzedaży reklam          | 1 223,4        | 1 475,3        | 1 308,6        | 1 335,9        | 1 429,5        | 1 594,5        | 1 786,6        |
| Inne przychody                         | 331,3          | 422,1          | 489,1          | 513,3          | 547,1          | 583,0          | 610,3          |
| <b>Koszty sprzedanych produktów</b>    | <b>1 074,3</b> | <b>1 265,4</b> | <b>1 283,4</b> | <b>1 329,9</b> | <b>1 403,4</b> | <b>1 514,1</b> | <b>1 638,5</b> |
| amortyzacja licencji                   | 123,7          | 122,9          | 120,6          | 119,4          | 126,0          | 136,9          | 150,0          |
| koszty produkcji własnej               | 421,6          | 506,7          | 501,7          | 514,6          | 543,0          | 589,9          | 643,4          |
| wynagrodzenia                          | 127,9          | 168,6          | 178,3          | 184,5          | 195,3          | 212,2          | 231,4          |
| koszty nadawania programów             | 49,8           | 51,6           | 58,0           | 56,8           | 60,2           | 63,8           | 67,7           |
| amortyzacja                            | 72,1           | 79,5           | 88,9           | 93,2           | 97,0           | 101,2          | 105,9          |
| opcje menadżerskie                     | 44,8           | 40,1           | 30,0           | 44,0           | 46,2           | 48,5           | 50,9           |
| marketing i promocja                   | 53,6           | 70,1           | 60,2           | 61,9           | 65,6           | 71,6           | 78,8           |
| wynajem                                | 20,5           | 27,4           | 31,1           | 30,2           | 32,3           | 34,6           | 37,0           |
| opłata z tytułu praw autorskich        | 58,9           | 67,2           | 70,8           | 72,8           | 77,1           | 83,3           | 91,7           |
| Koszty sprzedanych towarów i usług     | 14,1           | 30,9           | 36,5           | 43,6           | 49,9           | 57,1           | 62,5           |
| aktualizacja wartości należności       | 5,0            | 2,3            | 7,0            | 7,0            | 7,0            | 7,0            | 7,0            |
| pozostałe                              | 82,3           | 98,2           | 100,3          | 101,8          | 103,8          | 108,0          | 112,3          |
| Pozostała działalność operacyjna netto | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>EBIT</b>                            | <b>480,5</b>   | <b>631,9</b>   | <b>514,3</b>   | <b>519,3</b>   | <b>573,2</b>   | <b>663,5</b>   | <b>758,4</b>   |
| zmiana                                 | 137,9%         | 31,5%          | -18,6%         | 1,0%           | 10,4%          | 15,7%          | 14,3%          |
| marża EBIT                             | 30,9%          | 33,3%          | 28,6%          | 28,1%          | 29,0%          | 30,5%          | 31,6%          |
| Amortyzacja                            | 72,1           | 79,5           | 88,9           | 98,0           | 107,8          | 118,5          | 122,5          |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>552,6</b>   | <b>711,4</b>   | <b>603,1</b>   | <b>617,3</b>   | <b>681,0</b>   | <b>782,0</b>   | <b>880,9</b>   |
| zmiana                                 | 0,0%           | 28,7%          | -15,2%         | 2,4%           | 10,3%          | 14,8%          | 12,6%          |
| marża EBITDA                           | 35,5%          | 37,5%          | 33,6%          | 33,4%          | 34,5%          | 35,9%          | 36,8%          |

# Rachunek wyników - platforma 'n'

| (mln PLN)                               | 2007              | 2008              | 2009P             | 2010P             | 2011P             | 2012P            | 2013P            |
|-----------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>           | <b>104,8</b>      | <b>260,9</b>      | <b>454,0</b>      | <b>639,1</b>      | <b>807,7</b>      | <b>919,6</b>     | <b>997,2</b>     |
| zmiana                                  | 0,2%              | 148,9%            | 74,0%             | 40,8%             | 26,4%             | 13,9%            | 8,4%             |
| przychody netto z aktywacji             | 23,5              | 30,7              | 30,7              | 56,4              | 68,2              | 75,8             | 80,9             |
| przychody netto z abonamentu i VOD      | 73,2              | 201,6             | 396,7             | 548,1             | 700,9             | 804,5            | 877,8            |
| Przychody netto ze sprzedaży towarów    | 0,4               | 6,6               | 6,6               | 6,6               | 6,6               | 6,6              | 6,6              |
| Pozostałe przychody ze sprzedaży        | 7,7               | 20,8              | 19,9              | 28,0              | 31,9              | 32,7             | 31,9             |
| <br><b>Koszty sprzedanych produktów</b> | <br><b>305,6</b>  | <br><b>519,9</b>  | <br><b>682,2</b>  | <br><b>766,6</b>  | <br><b>842,6</b>  | <br><b>885,7</b> | <br><b>913,0</b> |
| Amortyzacja licencji programowych       | 90,2              | 168,6             | 296,8             | 320,0             | 361,9             | 396,1            | 424,0            |
| Pozostała amortyzacja                   | 29,9              | 60,0              | 100,6             | 137,6             | 148,6             | 140,3            | 124,6            |
| Koszty produkcji kanałów i audycji      | 58,9              | 88,0              | 95,9              | 100,7             | 105,7             | 108,9            | 112,1            |
| Usługi marketingowe                     | 46,9              | 67,0              | 53,6              | 55,8              | 58,0              | 60,3             | 62,7             |
| Koszty dystrybucji                      | 23,8              | 41,5              | 42,5              | 56,4              | 68,2              | 75,8             | 80,9             |
| Materiały i energia                     | 9,1               | 9,0               | 9,9               | 10,2              | 10,5              | 10,8             | 11,2             |
| Usługi obce                             | 16,8              | 32,2              | 33,5              | 34,8              | 36,2              | 37,6             | 39,2             |
| Podatki i opłaty                        | 0,5               | 1,0               | 1,1               | 1,1               | 1,2               | 1,3              | 1,4              |
| Wynagrodzenia                           | 20,4              | 30,2              | 30,5              | 31,4              | 33,0              | 34,7             | 36,4             |
| Ubezpieczenia społeczne                 | 2,8               | 4,2               | 4,2               | 4,3               | 4,5               | 4,7              | 5,0              |
| Pozostałe                               | 6,3               | 18,3              | 13,7              | 14,3              | 14,7              | 15,2             | 15,6             |
| <br><b>EBIT</b>                         | <br><b>-200,8</b> | <br><b>-259,1</b> | <br><b>-228,3</b> | <br><b>-127,5</b> | <br><b>-34,9</b>  | <br><b>33,9</b>  | <br><b>84,2</b>  |
| zmiana                                  | 267,8%            | 29,0%             | -11,9%            | -44,1%            | -72,6%            | -197,0%          | 148,5%           |
| marża EBIT                              | -191,6%           | -99,3%            | -50,3%            | -19,9%            | -4,3%             | 3,7%             | 8,4%             |
| <br>Wynik na działalności finansowej    | <br>-8,4          | <br>-173,0        | <br>27,2          | <br>-38,5         | <br>-99,0         | <br>-99,0        | <br>-99,0        |
| <br><b>Zysk brutto</b>                  | <br><b>-209,2</b> | <br><b>-432,1</b> | <br><b>-201,1</b> | <br><b>-166,0</b> | <br><b>-134,0</b> | <br><b>-65,2</b> | <br><b>-14,9</b> |
| Podatek dochodowy                       | 0,0               | 0,0               | 0,0               | 0,0               | 0,0               | 0,0              | 0,0              |
| <br><b>Zysk netto</b>                   | <br><b>-209,2</b> | <br><b>-432,1</b> | <br><b>-201,1</b> | <br><b>-166,0</b> | <br><b>-134,0</b> | <br><b>-65,2</b> | <br><b>-14,9</b> |
| zmiana                                  | 173,8%            | 106,6%            | -53,5%            | -17,5%            | -19,3%            | -51,4%           | -77,2%           |
| marża                                   | -199,6%           | -165,6%           | -44,3%            | -26,0%            | -16,6%            | -7,1%            | -1,5%            |
| <br>Amortyzacja                         | <br>29,9          | <br>60,0          | <br>100,6         | <br>137,6         | <br>148,6         | <br>140,3        | <br>124,6        |
| <b>EBITDA</b>                           | <b>-170,9</b>     | <b>-199,1</b>     | <b>-127,7</b>     | <b>10,2</b>       | <b>113,7</b>      | <b>174,2</b>     | <b>208,8</b>     |
| zmiana                                  | 137,8%            | 16,5%             | -35,9%            | -108,0%           | 1020,0%           | 53,1%            | 19,9%            |
| marża EBITDA                            | -163,1%           | -76,3%            | -28,1%            | 1,6%              | 14,1%             | 18,9%            | 20,9%            |
| <br>liczba abonentów (w tys.)           | <br>272,0         | <br>500,0         | <br>650,0         | <br>820,0         | <br>877,4         | <br>921,3        | <br>939,7        |
| ARPU (w PLN)                            | 38,6              | 50,0              | 58,0              | 64,4              | 69,5              | 75,1             | 78,8             |

# Wycena

## Podsumowanie wyceny TVN

|                              | mln PLN | waga | cena za 9 m-cy |
|------------------------------|---------|------|----------------|
| Wycena metodą DCF            | 5 241,2 | 50%  |                |
| Wycena porównawcza           | 4 540,1 | 50%  |                |
| w tym                        |         |      |                |
| segment telewizyjny          | 4 178,8 |      |                |
| na bazie wskaźnika P/E       | 4 164,1 | 50%  |                |
| na bazie Wskaźnika EV/EBITDA | 4 193,5 | 50%  |                |
| Segment internetowy          | 361,2   |      |                |
| EV/EBITDA                    | 361,2   | 100% |                |
| Średnia                      | 4 890,6 |      | 14,1           |
| <b>na 1 akcję TVN</b>        |         |      | <b>15,3</b>    |

## Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników TVN w okresie od 2009 do 2018 roku.
2. W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,2% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
3. Przyjmujemy, że w okresie prognozy spółka będzie wypłacała w postaci dywidendy 50% wypracowanego w każdym roku zysku.
4. Wyznaczamy tempo wzrostu FCF po okresie prognozy do poziomu 2,5%, co uwzględnia naszym zdaniem wzrost udziału segmentu płatnej telewizji w generowanych przychodach.
5. W wycenie metodą DCF uwzględniono wartość opcji menedżerskich wycenionych modelem Blacka-Scholesa, zmodyfikowanym dla spółek wypłacających dywidendę.
6. Przy wyznaczaniu wartości opcji menedżerskich zastosowano cenę akcji ze wstępnej wyceny DCF.
7. W wycenie DCF używamy długu netto TVN na koniec 2008 roku skorygowanego o dług ITI Neovision na moment przejęcia.
8. W wycenie porównawczej nie uwzględniamy wpływu zmian wyceny opcji wcześniejszego wykupu obligacji.
9. Przy wycenie porównawczej stosujemy premię w porównaniu do zagranicznych spółek telewizyjnych do 5%.
10. W wycenie porównawczej nie uwzględniamy księgowej korekty konsolidacyjnej w wysokości 110,7 mln PLN.

### Wycena porównawcza

W skład Grupy TVN, oprócz stacji telewizyjnych, wchodzi także Onet.pl. Portale internetowe niezwykle dynamicznie się rozwijają i na światowych giełdach są wyceniane z reguły znacznie drożej od stacji telewizyjnych. Z tego względu, aby uniknąć niedoszacowania wartości Grupy, postanowiliśmy przeprowadzić wycenę wskaźnikową w rozbiciu na segmenty. Ponadto przy wycenie sektora nadawania i produkcji telewizyjnej zastosowaliśmy 10% premię, uwzględniającą wyższe marże osiągane przez Grupę w porównaniu do nadawców zachodnioeuropejskich w pierwszych latach prognozy.

### Poziomy wskaźników P/E i EV/EBITDA dla spółek telewizyjnych

| Cena                   | EV/EBITDA   |             |             | P/E         |             |             |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                        | 2009P       | 2010P       | 2011P       | 2009P       | 2010P       | 2011P       |
| Central European Media | 23,7        | 14,6        | 10,6        | -           | -           | 24,9        |
| CTC Media Inc          | 12,1        | 10,3        | 8,5         | 21,2        | 16,8        | 13,5        |
| RTL Group              | 8,4         | 7,8         | 7,0         | 15,8        | 13,5        | 11,5        |
| Mediaset               | 6,0         | 5,6         | 5,4         | 17,6        | 15,4        | 13,4        |
| ProSiebenSat 1         | 9,2         | 8,8         | 8,2         | 9,9         | 8,7         | 7,2         |
| ITV plc                | 14,6        | 11,1        | 7,3         | 52,5        | 28,0        | 11,4        |
| Gestevisión Telecinco  | 15,0        | 11,8        | 9,5         | 23,5        | 16,3        | 14,0        |
| TF1                    | 23,3        | 21,9        | 11,1        | 64,7        | 68,3        | 18,5        |
| Antena 3 de Television | 21,2        | 12,0        | 9,4         | 30,7        | 16,0        | 12,2        |
| Metropole Television   | 9,2         | 8,8         | 8,3         | 17,9        | 17,5        | 16,1        |
| Maksimum               | 23,7        | 21,9        | 11,1        | 64,7        | 68,3        | 24,9        |
| Minimum                | 6,0         | 5,6         | 5,4         | 9,9         | 8,7         | 7,2         |
| <b>Mediana</b>         | <b>13,3</b> | <b>10,7</b> | <b>8,4</b>  | <b>21,2</b> | <b>16,3</b> | <b>13,4</b> |
| TVN                    | 13,9        | <b>11,5</b> | <b>11,4</b> | <b>8,9</b>  | <b>15,6</b> | <b>20,4</b> |
| premia / dyskonto      |             | -13,5%      | 7,0%        | 5,5%        | -26,3%      | 24,9%       |
|                        |             |             |             |             |             | 2,6%        |

### Poziomy wskaźnika EBITDA dla zagranicznych portali internetowych

|                  | EV/EBITDA   |            |            |
|------------------|-------------|------------|------------|
|                  | 2009P       | 2010P      | 2011P      |
| Yahoo! Inc       | 10,4        | 9,8        | 8,5        |
| RealNetworks Inc | 1,1         | 0,6        | 1,4        |
| Baidu.com Inc    |             |            |            |
| Amazon.com Inc   | 19,7        | 16,2       | 12,9       |
| eBay             | 8,7         | 8,0        | 7,2        |
| Google Inc       | 12,2        | 10,7       | 9,3        |
| Maksimum         | 19,7        | 16,2       | 12,9       |
| Minimum          | 1,1         | 0,6        | 1,4        |
| <b>Mediana</b>   | <b>10,4</b> | <b>9,8</b> | <b>8,5</b> |



## Model DCF

| (mln PLN)                                    | 2009P   | 2010P   | 2011P   | 2012P                        | 2013P   | 2014P   | 2015P   | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2018+ |
|----------------------------------------------|---------|---------|---------|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
| Przychody ze sprzedaży                       | 2 102,7 | 2 423,5 | 2 713,6 | 3 023,6                      | 3 319,1 | 3 633,2 | 3 882,5 | 4 083,0 | 4 239,2 | 4 389,9 |       |
| zmiana                                       | 10,8%   | 15,3%   | 12,0%   | 11,4%                        | 9,8%    | 9,5%    | 6,9%    | 5,2%    | 3,8%    | 3,6%    |       |
| EBITDA                                       | 610,5   | 620,2   | 779,1   | 932,4                        | 1 065,5 | 1 189,0 | 1 279,6 | 1 340,3 | 1 379,7 | 1 415,2 |       |
| marża EBITDA                                 | 29,0%   | 25,6%   | 28,7%   | 30,8%                        | 32,1%   | 32,7%   | 33,0%   | 32,8%   | 32,5%   | 32,2%   |       |
| Amortyzacja                                  | 181,7   | 230,9   | 245,7   | 241,5                        | 230,5   | 219,9   | 203,1   | 210,1   | 215,8   | 215,8   |       |
| Opcje menedżerskie                           | 32,0    | 44,0    | 0,0     | 0,0                          | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |       |
| EBIT                                         | 428,8   | 389,3   | 533,4   | 690,9                        | 835,0   | 969,1   | 1 076,5 | 1 130,2 | 1 163,9 | 1 199,4 |       |
| marża EBIT                                   | 20,4%   | 16,1%   | 19,7%   | 22,8%                        | 25,2%   | 26,7%   | 27,7%   | 27,7%   | 27,5%   | 27,3%   |       |
| Opodatkowanie EBIT                           | 81,5    | 74,0    | 101,4   | 131,3                        | 158,6   | 184,1   | 204,5   | 214,7   | 221,1   | 227,9   |       |
| NOPLAT                                       | 347,3   | 315,3   | 432,1   | 559,6                        | 676,3   | 785,0   | 872,0   | 915,5   | 942,8   | 971,5   |       |
| CAPEX                                        | -434,0  | -326,8  | -282,7  | -297,8                       | -302,2  | -325,5  | -337,2  | -351,8  | -283,7  | -215,8  |       |
| Kapitał obrotowy                             | -30,3   | -68,6   | -51,0   | -54,5                        | -52,0   | -55,4   | -44,0   | -35,6   | -39,4   | -39,3   |       |
| Pozostałe                                    | -308,2  | 0,0     | 0,0     | 0,0                          | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |       |
| FCF                                          | -211,5  | 194,8   | 344,0   | 448,8                        | 552,6   | 624,0   | 693,9   | 738,1   | 835,5   | 932,3   | 955,6 |
| WACC                                         | 10,3%   | 10,3%   | 10,3%   | 10,3%                        | 10,3%   | 10,3%   | 10,3%   | 10,3%   | 10,3%   | 10,3%   |       |
| współczynnik dyskonta                        | 98,4%   | 89,2%   | 80,9%   | 73,3%                        | 66,5%   | 60,3%   | 54,7%   | 49,6%   | 45,0%   | 40,8%   |       |
| PV FCF                                       | -208,1  | 173,8   | 278,3   | 329,2                        | 367,5   | 376,3   | 379,4   | 365,9   | 375,6   | 380,0   |       |
| WACC                                         | 10,3%   | 10,3%   | 10,3%   | 10,3%                        | 10,3%   | 10,3%   | 10,3%   | 10,3%   | 10,3%   | 10,3%   | 11,2% |
| Koszt długu                                  | 7,2%    | 7,2%    | 7,2%    | 7,2%                         | 7,2%    | 7,2%    | 7,2%    | 7,2%    | 7,2%    | 7,2%    | 7,2%  |
| Stopa wolna od ryzyka                        | 6,2%    | 6,2%    | 6,2%    | 6,2%                         | 6,2%    | 6,2%    | 6,2%    | 6,2%    | 6,2%    | 6,2%    | 6,2%  |
| Premia za ryzyko                             | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%                         | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%  |
| Efektywna stopa podatkowa                    | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%                        | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 0,0%  |
| Dług netto / EV                              | 17,0%   | 17,0%   | 17,0%   | 17,0%                        | 17,0%   | 17,0%   | 17,0%   | 17,0%   | 17,0%   | 17,0%   | 0,0%  |
| Koszt kapitału własnego                      | 11,2%   | 11,2%   | 11,2%   | 11,2%                        | 11,2%   | 11,2%   | 11,2%   | 11,2%   | 11,2%   | 11,2%   | 11,2% |
| Premia za ryzyko                             | 5,0%    | 5,0%    | 5,0%    | 5,0%                         | 5,0%    | 5,0%    | 5,0%    | 5,0%    | 5,0%    | 5,0%    | 5,0%  |
| Beta                                         | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0                          | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0   |
| Wzrost FCF po okresie prognozy               |         |         | 2,5%    | Analiza wrażliwości          |         |         |         |         |         |         |       |
| Wartość rezydualna (TV)                      |         |         | 10983,8 | Wzrost FCF w nieskończoności |         |         |         |         |         |         |       |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)     |         |         | 4 477,0 |                              |         | 0,5%    | 1,5%    | 2,5%    | 3,5%    | 4,5%    |       |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy |         |         | 2 817,9 | WACC +1,0pp                  | 11,7    | 12,5    | 13,6    | 14,9    | 16,5    |         |       |
| Wartość firmy (EV)                           |         |         | 7 294,9 | WACC +0,5pp                  | 12,7    | 13,7    | 14,9    | 16,4    | 18,3    |         |       |
| Dług netto                                   |         |         | 1 507,1 | WACC                         | 13,9    | 15,0    | 16,4    | 18,2    | 20,5    |         |       |
| Inne aktywa nieoperacyjne                    |         |         | 0,0     | WACC -0,5pp                  | 15,1    | 16,4    | 18,1    | 20,2    | 22,9    |         |       |
| Udziałowcy mniejszościowi                    |         |         | 480,4   | WACC -1,0pp                  | 16,5    | 18,1    | 20,0    | 22,5    | 25,8    |         |       |
| Wartość opcji menedżerskich                  |         |         | 66,2    |                              |         |         |         |         |         |         |       |
| Wartość firmy                                |         |         | 5 241,2 |                              |         |         |         |         |         |         |       |
| Liczba akcji (mln.)                          |         |         | 346,4   |                              |         |         |         |         |         |         |       |
| Wartość firmy na akcję (PLN)                 |         |         | 15,1    |                              |         |         |         |         |         |         |       |
| 9-cio miesięczny koszt kapitału własnego     |         |         | 8,4%    |                              |         |         |         |         |         |         |       |
| Cena docelowa                                |         |         | 16,4    |                              |         |         |         |         |         |         |       |
| EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej            |         |         | 11,9    |                              |         |         |         |         |         |         |       |
| P/E('09) dla ceny docelowej                  |         |         | 18,5    |                              |         |         |         |         |         |         |       |
| Udział TV w EV                               |         |         | 61%     |                              |         |         |         |         |         |         |       |





## Rachunek wyników

| (mln PLN)                              | 2007           | 2008           | 2009P          | 2010P          | 2011P          | 2012P          | 2013P          |
|----------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>          | <b>1 554,7</b> | <b>1 897,3</b> | <b>2 102,7</b> | <b>2 423,5</b> | <b>2 713,6</b> | <b>3 023,6</b> | <b>3 319,1</b> |
| zmiana                                 | 33,5%          | 22,0%          | 10,8%          | 15,3%          | 12,0%          | 11,4%          | 9,8%           |
| Przychody ze sprzedaży reklam          | 1 209,6        | 1 475,3        | 1 308,6        | 1 335,9        | 1 429,5        | 1 594,5        | 1 786,6        |
| Inne przychody                         | 345,1          | 422,1          | 794,1          | 1 087,5        | 1 284,1        | 1 429,0        | 1 532,5        |
| <b>Koszty sprzedanych produktów</b>    | <b>1 074,3</b> | <b>1 265,4</b> | <b>1 784,6</b> | <b>2 034,2</b> | <b>2 180,2</b> | <b>2 332,7</b> | <b>2 484,1</b> |
| amortyzacja licencji                   | 123,7          | 122,9          | 299,1          | 374,5          | 417,2          | 459,5          | 498,9          |
| koszty produkcji własnej               | 421,6          | 506,7          | 536,2          | 559,9          | 590,5          | 638,9          | 693,9          |
| wynagrodzenia                          | 127,9          | 168,6          | 202,8          | 215,9          | 228,3          | 246,8          | 267,8          |
| koszty nadawania programów             | 49,8           | 51,6           | 100,2          | 112,2          | 118,4          | 123,7          | 129,3          |
| amortyzacja                            | 72,1           | 79,5           | 181,7          | 230,9          | 245,7          | 241,5          | 230,5          |
| opcje menadżerskie                     | 44,8           | 40,1           | 32,0           | 44,0           | 46,2           | 48,5           | 50,9           |
| marketing i promocja                   | 53,6           | 70,1           | 103,1          | 117,7          | 123,5          | 131,9          | 141,5          |
| wynajem                                | 20,5           | 27,4           | 31,1           | 30,2           | 32,3           | 34,6           | 37,0           |
| opłata z tytułu praw autorskich        | 58,9           | 67,2           | 70,8           | 72,8           | 77,1           | 83,3           | 91,7           |
| Koszty sprzedanych towarów i usług     | 14,1           | 30,9           | 36,5           | 43,6           | 49,9           | 57,1           | 62,5           |
| aktualizacja wartości należności       | 5,0            | 2,3            | 7,0            | 9,6            | 11,8           | 13,5           | 14,6           |
| pozostałe                              | 82,3           | 98,2           | 184,2          | 222,9          | 239,2          | 253,5          | 265,5          |
| Pozostała działalność operacyjna netto | 0,0            | 0,0            | -110,7         | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>EBIT</b>                            | <b>480,5</b>   | <b>631,9</b>   | <b>428,8</b>   | <b>389,3</b>   | <b>533,4</b>   | <b>690,9</b>   | <b>835,0</b>   |
| zmiana                                 | 37,9%          | 31,5%          | -32,1%         | -9,2%          | 37,0%          | 29,5%          | 20,9%          |
| marża EBIT                             | 30,9%          | 33,3%          | 20,4%          | 16,1%          | 19,7%          | 22,8%          | 25,2%          |
| Wynik na działalności finansowej       | -184,8         | -184,3         | -138,0         | -179,3         | -169,1         | -157,6         | -143,6         |
| Wynik zdarzeń nadzwyczajnych           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| udział w wyniku platformy 'n'          | 0,0            | -94,4          | -39,4          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Pozostałe                              | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Zysk brutto</b>                     | <b>295,7</b>   | <b>447,6</b>   | <b>290,8</b>   | <b>210,0</b>   | <b>364,3</b>   | <b>533,3</b>   | <b>691,4</b>   |
| Podatek dochodowy                      | -53,9          | -83,9          | -72,1          | -55,3          | -81,7          | -107,4         | -132,7         |
| Udziałowcy mniejszościowi              | 0,0            | 0,0            | -88,7          | -81,3          | -65,6          | -31,9          | -7,3           |
| <b>Zysk netto</b>                      | <b>241,8</b>   | <b>363,7</b>   | <b>307,4</b>   | <b>236,0</b>   | <b>348,2</b>   | <b>457,8</b>   | <b>565,9</b>   |
| zmiana                                 | -6,6%          | 50,4%          | -15,5%         | -23,2%         | 47,6%          | 31,5%          | 23,6%          |
| marża                                  | 15,6%          | 19,2%          | 14,6%          | 9,7%           | 12,8%          | 15,1%          | 17,1%          |
| Amortyzacja                            | 72,1           | 79,5           | 181,7          | 230,9          | 245,7          | 241,5          | 230,5          |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>552,6</b>   | <b>711,4</b>   | <b>610,5</b>   | <b>620,2</b>   | <b>779,1</b>   | <b>932,4</b>   | <b>1 065,5</b> |
| zmiana                                 | 38,2%          | 28,7%          | -14,2%         | 1,6%           | 25,6%          | 19,7%          | 14,3%          |
| marża EBITDA                           | 35,5%          | 37,5%          | 29,0%          | 25,6%          | 28,7%          | 30,8%          | 32,1%          |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)      | 347,3          | 349,4          | 346,4          | 346,4          | 346,4          | 346,4          | 346,4          |
| EPS                                    | 0,7            | 1,0            | 0,9            | 0,7            | 1,0            | 1,3            | 1,6            |
| CEPS                                   | 0,9            | 1,3            | 1,4            | 1,3            | 1,7            | 2,0            | 2,3            |
| ROAE                                   | 18,1%          | 23,6%          | 18,1%          | 13,1%          | 17,8%          | 20,7%          | 22,5%          |
| ROAA                                   | 11,9%          | 15,7%          | 10,2%          | 6,7%           | 9,6%           | 12,4%          | 15,0%          |



## Bilans

| (mln PLN)                             | 2007           | 2008           | 2009P          | 2010P          | 2011P          | 2012P          | 2013P          |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>AKTYWA</b>                         | <b>2 735,8</b> | <b>3 753,2</b> | <b>4 564,1</b> | <b>4 752,3</b> | <b>5 044,5</b> | <b>5 393,0</b> | <b>5 794,2</b> |
| <b>Majątek trwały</b>                 | <b>2 090,4</b> | <b>2 551,8</b> | <b>3 468,9</b> | <b>3 594,2</b> | <b>3 648,5</b> | <b>3 722,8</b> | <b>3 812,4</b> |
| Rzeczowe aktywa trwałe                | 250,2          | 347,4          | 642,0          | 704,4          | 728,4          | 765,0          | 811,6          |
| Wartości niematerialne                | 1 697,3        | 1 703,1        | 2 569,3        | 2 602,8        | 2 615,8        | 2 635,5        | 2 660,6        |
| Długoterminowe aktywa programowe      | 127,4          | 154,7          | 210,2          | 239,6          | 256,8          | 274,8          | 292,7          |
| Inwestycje do sprzedaży               | -1,4           | 7,6            | 7,6            | 7,6            | 7,6            | 7,6            | 7,6            |
| Należności od jedn powiąz z obligacji | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Aktywo podatkowe                      | 12,6           | 34,5           | 34,5           | 34,5           | 34,5           | 34,5           | 34,5           |
| Pozostałe aktywa trwałe               | 4,3            | 184,3          | 5,2            | 5,3            | 5,3            | 5,4            | 5,4            |
| <b>Majątek obrotowy</b>               | <b>645,4</b>   | <b>1 201,4</b> | <b>1 095,2</b> | <b>1 158,1</b> | <b>1 396,0</b> | <b>1 670,2</b> | <b>1 981,8</b> |
| Krótkoterminowe aktywa programowe     | 179,5          | 192,7          | 254,2          | 289,8          | 310,6          | 332,3          | 353,9          |
| Należności z tytułu dostaw i usług    | 299,6          | 305,8          | 350,3          | 417,0          | 466,9          | 520,2          | 571,1          |
| Pochodne instrumenty finansowe        | 24,3           | 149,9          | 149,9          | 149,9          | 149,9          | 149,9          | 149,9          |
| Rozliczenia międzyokresowe            | 31,6           | 51,3           | 72,4           | 82,5           | 88,4           | 94,6           | 100,7          |
| Należności podatkowe                  | 0,1            | 1,3            | 1,3            | 1,3            | 1,3            | 1,4            | 1,4            |
| Pozostałe                             | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalent     | 110,4          | 500,5          | 267,2          | 217,7          | 378,9          | 571,8          | 804,9          |
| <b>(mln PLN)</b>                      | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009P</b>   | <b>2010P</b>   | <b>2011P</b>   | <b>2012P</b>   | <b>2013P</b>   |
| <b>PASYWA</b>                         | <b>2 735,8</b> | <b>3 753,2</b> | <b>4 564,1</b> | <b>4 752,3</b> | <b>5 044,5</b> | <b>5 393,0</b> | <b>5 794,2</b> |
| <b>Kapitał własny</b>                 | <b>1 429,8</b> | <b>1 647,0</b> | <b>1 754,3</b> | <b>1 836,5</b> | <b>2 066,8</b> | <b>2 350,5</b> | <b>2 687,5</b> |
| Kapitał akcyjny                       | 69,5           | 69,9           | 69,9           | 69,9           | 69,9           | 69,9           | 69,9           |
| Akcje własne                          | 0,0            | -37,4          | -37,4          | -37,4          | -37,4          | -37,4          | -37,4          |
| Pozostałe kapitały                    | 0,0            | 738,0          | 738,0          | 738,0          | 738,0          | 738,0          | 738,0          |
| Kapitał z wyceny                      | 86,8           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Zysk z lat ubiegłych                  | 1 273,5        | 876,5          | 983,8          | 1 066,1        | 1 296,3        | 1 580,0        | 1 917,0        |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>    | <b>957,0</b>   | <b>1 637,9</b> | <b>2 189,3</b> | <b>2 221,9</b> | <b>2 241,1</b> | <b>2 261,0</b> | <b>2 280,9</b> |
| Obligacje Senior Notes (9,5%)         | 790,4          | 1 354,0        | 1 354,0        | 1 354,0        | 1 354,0        | 1 354,0        | 1 354,0        |
| Pozostałe kredyty                     | 0,0            | 109,9          | 601,5          | 601,5          | 601,5          | 601,5          | 601,5          |
| Pozostałe zobowiązania                | 0,0            | 8,3            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Rezerwa na podatek odroczone          | 166,6          | 165,7          | 233,7          | 266,4          | 285,5          | 305,5          | 325,3          |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>    | <b>349,1</b>   | <b>468,3</b>   | <b>620,6</b>   | <b>693,8</b>   | <b>736,7</b>   | <b>781,4</b>   | <b>825,9</b>   |
| Zobowiązania handlowe                 | 111,1          | 141,9          | 200,0          | 227,9          | 244,3          | 261,4          | 278,4          |
| Kredyt w rachunku                     | 0,0            | 48,7           | 48,7           | 48,7           | 48,7           | 48,7           | 48,7           |
| Odsetki od obligacji                  | 3,3            | 7,7            | 7,7            | 7,7            | 7,7            | 7,7            | 7,7            |
| Zobowiązania podatkowe                | 43,2           | 40,6           | 40,6           | 40,6           | 40,6           | 40,6           | 40,6           |
| Pozostałe                             | 191,4          | 229,5          | 323,7          | 368,9          | 395,4          | 423,1          | 450,5          |
| Dług                                  | 794,0          | 1 516,0        | 2 011,9        | 2 011,9        | 2 011,9        | 2 011,9        | 2 011,9        |
| Dług netto                            | 683,6          | 1 015,5        | 1 744,7        | 1 794,3        | 1 633,0        | 1 440,1        | 1 207,0        |
| (Dług netto / Kapitał własny)         | 47,8%          | 61,7%          | 99,5%          | 97,7%          | 79,0%          | 61,3%          | 44,9%          |
| (Dług netto / EBITDA)                 | 1,2            | 1,4            | 2,9            | 2,9            | 2,1            | 1,5            | 1,1            |
| <b>BVPS</b>                           | <b>4,1</b>     | <b>4,7</b>     | <b>5,1</b>     | <b>5,3</b>     | <b>6,0</b>     | <b>6,8</b>     | <b>7,8</b>     |



## Przepływy pieniężne

| (mln PLN)                               | 2007          | 2008          | 2009P         | 2010P         | 2011P         | 2012P         | 2013P         |
|-----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Przepływy operacyjne</b>             | <b>363,9</b>  | <b>603,4</b>  | <b>664,7</b>  | <b>610,2</b>  | <b>731,2</b>  | <b>822,4</b>  | <b>907,8</b>  |
| EBITDA                                  | 552,6         | 711,4         | 610,5         | 620,2         | 779,1         | 932,4         | 1 065,5       |
| Kapitał obrotowy                        | -126,7        | -23,2         | -30,3         | -68,6         | -51,0         | -54,5         | -52,0         |
| Podatek                                 | -53,9         | -83,9         | -72,1         | -55,3         | -81,7         | -107,4        | -132,7        |
| Rezerwy                                 | -8,1          | -0,9          | 68,0          | 32,7          | 19,1          | 20,0          | 19,8          |
| Pozostałe                               | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| <b>Przepływy inwestycyjne</b>           | <b>-207,7</b> | <b>-494,5</b> | <b>-578,2</b> | <b>-326,8</b> | <b>-282,8</b> | <b>-297,9</b> | <b>-302,2</b> |
| CAPEX                                   | -155,0        | -156,3        | -434,0        | -326,8        | -282,7        | -297,8        | -302,2        |
| Inwestycje kapitałowe                   | 6,2           | -323,8        | -131,0        | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| Pozostałe (nie gotówkowe)               | -58,9         | -14,4         | -13,2         | -0,1          | -0,1          | -0,1          | -0,1          |
| <b>Przepływy finansowe</b>              | <b>-150,4</b> | <b>281,2</b>  | <b>-301,5</b> | <b>-333,0</b> | <b>-287,1</b> | <b>-331,7</b> | <b>-372,5</b> |
| Dług                                    | -51,7         | 568,0         | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| Emisja akcji                            | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| Dywidendy/buy-back                      | -129,4        | -120,9        | -200,1        | -153,7        | -118,0        | -174,1        | -228,9        |
| Instrumenty pochodne                    | 102,7         | -125,6        | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| Odsetki zapłacone                       | -84,1         | -120,7        | -126,0        | -192,4        | -191,9        | -191,9        | -191,9        |
| Odsetki otrzymane                       | 12,0          | 0,0           | 16,0          | 13,1          | 22,7          | 34,3          | 48,3          |
| Różnice kursowe                         | 0,0           | 0,0           | 36,6          | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| Pozostałe                               | 0,0           | 80,4          | -28,0         | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| <b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b> | <b>5,8</b>    | <b>390,1</b>  | <b>-214,9</b> | <b>-49,6</b>  | <b>161,3</b>  | <b>192,9</b>  | <b>233,1</b>  |
| Środki pieniężne na koniec okresu       | 110,4         | 500,5         | 285,5         | 217,7         | 378,9         | 571,8         | 804,9         |
| DPS (PLN)                               | 0,4           | 0,3           | 0,6           | 0,4           | 0,3           | 0,5           | 0,7           |
| FCF                                     | 228,1         | 453,6         | 96,7          | 194,8         | 390,2         | 497,4         | 603,6         |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży)        | 10,0%         | 8,2%          | 20,6%         | 13,5%         | 10,4%         | 9,8%          | 9,1%          |

## Wskaźniki rynkowe

|                                      | 2007    | 2008    | 2009P   | 2010P   | 2011P   | 2012P   | 2013P   |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| P/E                                  | 19,9    | 13,3    | 15,6    | 20,4    | 13,8    | 10,5    | 8,5     |
| P/CE                                 | 15,3    | 10,9    | 9,8     | 10,3    | 8,1     | 6,9     | 6,0     |
| P/BV                                 | 3,4     | 2,9     | 2,7     | 2,6     | 2,3     | 2,0     | 1,8     |
| P/S                                  | 3,1     | 2,6     | 2,3     | 2,0     | 1,8     | 1,6     | 1,4     |
| FCF/EV                               | 4,1%    | 7,7%    | 1,4%    | 2,8%    | 5,6%    | 7,4%    | 9,3%    |
| EV/EBITDA                            | 10,0    | 8,2     | 11,5    | 11,4    | 8,9     | 7,2     | 6,1     |
| EV/EBIT                              | 11,4    | 9,3     | 16,4    | 18,2    | 13,0    | 9,7     | 7,8     |
| EV/S                                 | 3,5     | 3,1     | 3,3     | 2,9     | 2,5     | 2,2     | 2,0     |
| DYield                               | 2,7%    | 2,5%    | 4,2%    | 3,2%    | 2,5%    | 3,6%    | 4,8%    |
| <b>Cena (PLN)</b>                    |         |         |         |         |         |         |         |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)    | 347,3   | 349,4   | 346,4   | 346,4   | 346,4   | 346,4   | 346,4   |
| MC (mln PLN)                         | 4816,7  | 4846,0  | 4805,0  | 4805,0  | 4805,0  | 4805,0  | 4805,0  |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN) | 0,0     | 0,0     | 480,4   | 480,4   | 480,4   | 480,4   | 480,4   |
| EV (mln PLN)                         | 5 500,3 | 5 861,4 | 7 030,1 | 7 079,6 | 6 918,4 | 6 725,5 | 6 492,4 |



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[micchal.marczak@dibre.com.pl](mailto:micchal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

#### **Departament Analiz:**

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### **Analitycy:**

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliscz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliscz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

#### **Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

#### **Maklerzy:**

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[micchal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:micchal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

#### **„Prywatny Makler”**

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)



#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgowa

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

#### Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

TVN emituje, w swoich telewizyjnych programach, wypowiedzi pracowników DIBRE w zakresie oceny rynku kapitałowego.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

#### Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

#### Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące TVN

| Rekomendacja             | Kupuj      | Trzymaj    | Redukuj    | Trzymaj    | Trzymaj    | Akumuluj   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2009-02-04 | 2009-06-04 | 2009-06-15 | 2009-07-01 | 2009-08-25 | 2009-09-04 |
| kurs z dnia rekomendacji | 9,38       | 12,10      | 12,38      | 10,02      | 15,96      | 13,40      |
| WIG w dniu rekomendacji  | 23009,76   | 31030,61   | 32362,67   | 30419,03   | 38744,26   | 36009,43   |