

25 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu

Media
Polska

Cena bieżąca	15,90 PLN
Cena docelowa	16,00 PLN
Kapitalizacja	5,52 mld PLN
Free float	2,15 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	16,40 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Strateurop International B.V.	52,99%
N-Vision B.V.	5,99%
Cadizin	2,41%
Pozostali	38,61%

Strategia dotycząca sektora

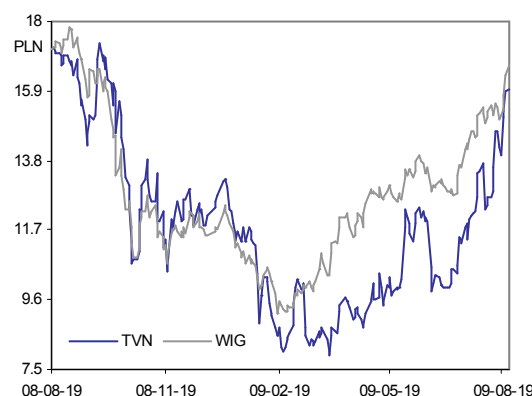
Rynek reklamowy po wielu tłustych latach przeżywa okres znacznego załamania. Wydatki reklamowe w drugim kwartale 2009 roku spadły o ponad 16%, a w całym roku oczekujemy utrzymania 12% ujemnej dynamiki rynku.

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'

Ważne daty

5.11. — raport 3Q 2009

Kurs akcji TVN na tle WIG

Piotr Grzybowski

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

TVN

TVNN.WA; TVN.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Lepsze wyniki zdyskontowane

Redukcja kosztów programowych i osobowych pozwoliła spółce złagodzić negatywne efekty załamania na rynku reklamowym i osiągnąć ujemną dynamikę zysku operacyjnego na poziomie 39,1%, co należy uznać za duży sukces spółki uwzględniając dodatkowo konsolidację nierentownego ITI Neovision. Mimo szans na przynajmniej częściową kontynuację oszczędności w drugim półroczu, a także umocnienia się złotego pozytywnie wpływającego na przyszłe wyniki platformy cyfrowej 'n' i wycenę długu walutowego uważamy, że czynniki te zostały już w pełni odzwierciedlone w obecnej rynkowej wycenie spółki. W związku z powyższym podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla akcji i wyznaczamy nową cenę docelową na poziomie 16,0 PLN za jedną akcję TVN.

Pozytywne zaskoczenie w drugim kwartale

Wyniki drugiego kwartału pozytywnie zaskoczyły skalą oszczędności, jakich była w stanie dokonać spółka, zwłaszcza w zakresie kosztów programowych i wynagrodzeń. Zwracamy uwagę, że przynajmniej część redukcji kosztów (skrócenie ramówki, rozwiązanie rezerw na koszty premii i programu motywacyjnego) nie muszą znaleźć kontynuacji w przyszłości, aczkolwiek nie uznajemy ich za absolutnie niemożliwe. Potencjału do ścięcia kosztów widzieliśmy zwłaszcza w trzecim kwartale, kiedy konkurencja programowa jest sezonowo na bardzo niskim poziomie i głębsze sięgnięcie po starsze aktywa programowe może zapewnić oszczędności mało odczuwalne przez widza.

W drugim półroczu rynek reklamowy wciąż słaby

Stoimy na stanowisku, że tak słaby kwartał jakim był drugi (16% dynamika spadku rynku reklamowego) nie powinien się już powtórzyć w najbliższej przyszłości. Niemniej wydatki reklamowe utrzymają dwucyfrowe tempo spadku (szacujemy je na około 12% w skali drugiego półroczu). Relatywnie lepiej niż w pierwszym półroczu powinna zachowywać się telewizja, w której stabilizacji powinna ulec polityka rabatowa. Najbardziej skorzystać powinien na tym Polsat, główny poszkodowany pierwszych miesięcy załamania reklamy telewizyjnej w marcu tego roku.

Zmiany w zarządzie i korekta capexu sygnalizują ofensywę 'n'

Powołanie na stanowisko Markusa Tellenbacha oraz powiększenie tegorocznych wydatków inwestycyjnych platformy 'n' naszym zdaniem wyraźnie wskazują na planowaną w końcówce roku wielką ofensywę promocyjną platformy cyfrowej. Akcja promocyjna obciąży wyniki czwartego kwartału w Grupie. Ponadto obawiamy się, czy nacisk na rozwój ITI Neovision nie zachwieje zrównoważonym rozwojem całej Grupy.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1554,7	1897,3	2163,3	2451,5	2754,5
EBITDA	552,6	711,4	627,1	631,2	794,8
marża EBITDA	35,5%	37,5%	29,0%	25,7%	28,9%
EBIT	480,5	631,9	463,8	406,2	553,5
Zysk netto	241,8	363,7	321,4	267,6	358,4
DPS	0,4	0,3	0,6	0,5	0,4
P/E	22,8	15,3	17,1	20,6	15,4
P/CE	17,6	12,5	11,4	11,2	9,2
P/BV	3,9	3,4	3,1	2,9	2,6
EV/EBITDA	11,2	9,2	12,3	12,3	9,6

Redukcja kosztów poprawia wyniki

Wyniki 2Q2009 – zapaść na rynku reklamy, redukcja kosztów

Wyniki drugiego kwartału w TVN potwierdziły wyjątkową słabość rynku reklamowego i segmentu telewizyjnego w tym okresie. Przychody Grupy co prawda wzrosły o 5,5% do 580 mln PLN, jednak źródłem wzrostu była przede wszystkim konsolidacja wyników platformy cyfrowej 'n', która przyniosła uwzględniając wyłączenia konsolidacyjne około 100,0 mln PLN dodatkowych wpływów. Przychody reklamowe Grupy spadły o 17,3% do 360,0 mln PLN, przy czym spadek przychodów w samym segmencie telewizyjnym sięgnął 19%. Mocno spadły również przychody ze sponsoringu (o 15,9% do 37,1 mln PLN), które jeszcze w pierwszym kwartale rosły mimo słabnącego rynku reklamowego. Spadek przychodów z reklam i sponsoringu był podobny 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 15,2 mln PLN lub o 51,3% do 45,1 mln PLN. O 1,9% do 12,8 mln PLN wzrosły przychody Mango Media.

Wyniki finansowe Grupy TVN w drugim kwartale 2009 roku

(mln PLN)	2Q2009	2Q2008	zmiana	2009P	2008	zmiana
Przychody	580,0	549,6	5,5%	2163,3	1897,3	14,0%
EBITDA	190,4	246,9	-22,9%	627,1	711,4	-11,8%
marża	32,8%	44,9%	-	29,0%	37,5%	-
EBIT	138,6	227,4	-39,1%	463,8	631,9	-26,6%
Zysk brutto	171,4	254,8	-32,7%	330,0	447,6	-26,3%
Zysk netto	149,0	207,6	-28,2%	321,4	363,7	-11,6%

Źródło: TVN, szacunki DI BRE Banku SA

Mimo znacznego ubytku przychodów reklamowych TVN bardzo dobrze poradził sobie z redukcją kosztów operacyjnych, co pozwoliło znacznie złagodzić efekt załamania rynku reklamy i ograniczyć spadek wyników operacyjnych. Podstawowymi źródłami oszczędności w drugim kwartale były przy tym koszty wynagrodzeń, koszty marketingu i koszty programowe. Te pierwsze wzrosły co prawda w porównaniu do ubiegłego roku o 9,2% do 47,4 mln PLN, ale należy pamiętać, że w tym czasie zatrudnienie wzrosło w związku z uruchomieniem TVN Warszawa i konsolidacją ITI Neovision (około 480 zatrudnionych osób), a w lipcu zeszłego roku miały miejsce podwyżki. Dla porównania w pierwszym kwartale mimo konsolidacji ITI Neovision przez zaledwie 20 dni wzrost kosztów wynagrodzeń wyniósł 31,5%. Powodem wyhamowania tempa wzrostu jest w dużym stopniu rozwiązanie rezerwy na roczne premie, które obniżyły koszty płac o około 3,0 mln PLN. W zakresie kosztów osobowych obniżono również koszty programu motywacyjnego, których wartość w drugim kwartale była ujemna, co było efektem częściowego rozwiązania rezerwy na program. Kwota rozwiązania rezerwy wyniosła około 15 mln PLN. Poza rozwiązaniem rezerwy koszty planu uległy zmniejszeniu ze względu na wygaśnięcie jego części przeznaczonej dla pracowników Grupy Onet. W tej chwili nie wyznaczono terminu WZA, które ewentualnie mogłoby uchwalić nowy program, dlatego też można się spodziewać częściowego ograniczenia tej grupy kosztów przynajmniej w trzecim kwartale. W przypadku kosztów programowych spadek ich wartości w ramach dawnej struktury Grupy TVN sięgnął 21 mln PLN. Zarząd nie upublicznił informacji w jakim stopniu na tę kwotę składają się oszczędności z tytułu wcześniejszego uruchomienia letniej, powtórkowej ramówki, a w jakim oszczędności na porównywalnej ramówce wiosennej. Z naszych szacunków wynika, że około 15 mln PLN oszczędności można przypisać wcześniejszemu wprowadzeniu powtórek w czerwcu, zaś 6 mln PLN oszczędnościom na kosztach programowych w kwietniu i maju.

Przychody Grupy TVN według źródła

	2Q2009	2Q2008	zmiana
Przychody reklamowe	359,7	435,6	-17,4%
Przychody z licencji programowych	45,1	29,8	51,3%
Platforma cyfrowa	105,0	0,0	-
Przychody ze sponsoringu	37,1	44,2	-15,9%
Przychody z audiotele	13,0	9,0	44,4%
Przychody z usług internetowych	5,0	6,0	-16,7%
Pozostałe	19,0	25,0	-24,0%
Razem	580,0	549,5	5,5%

Źródło: TVN, szacunki DI BRE Banku SA

Powyższe oszczędności pozwoliły spółce osiągnąć zysk operacyjny w wysokości 138,6 mln PLN, tj. o 39,1% niższy niż przed rokiem.

Na poziomie działalności finansowej spółka zgodnie z przewidywaniami osiągnęła duże dodatnie saldo w wysokości 32,6 mln PLN. Źródłem tak korzystnego rezultatu były różnice kursowe zaksięgowane od obligacji senior notes, długu walutowego platformy 'n' oraz zobowiązania warunkowe względem ITI wynikająca z klauzuli dopłaty 60 mln euro. Różnice kursowe w ITI Neovision spowodowały również, że mimo znacznej straty operacyjnej w wysokości 52,2 mln PLN, zaksięgowana przez TVN strata mniejszości miała wartość zaledwie 7,2 mln PLN. Ostatecznie wynik netto Grupy TVN przypadający akcjonariuszom wyniósł 149,0 mln PLN.

Perspektywy na dalszą część roku

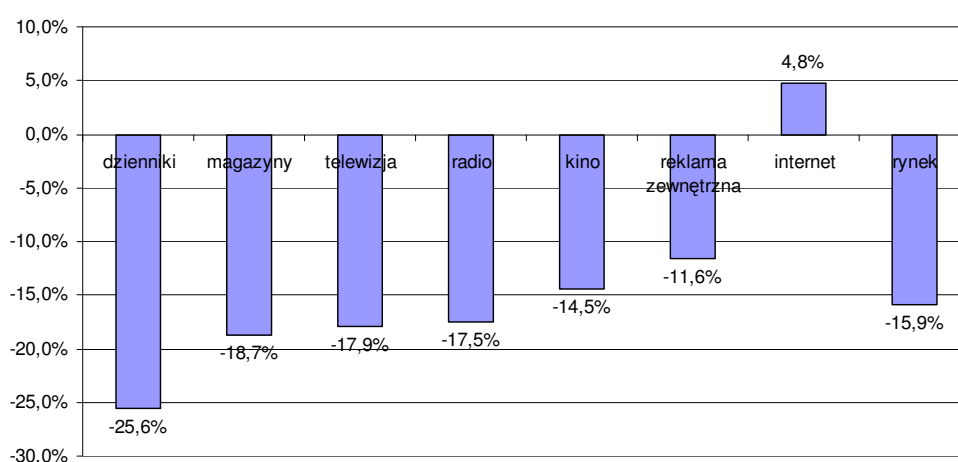
Rynek reklamy

Wartość rynku reklamowego w drugim kwartale spadła w porównaniu do ubiegłego roku o około 15,9%. Najmocniej ucierpiał przy tym segment prasy, którego wartość skurczyła się o 25,6%. Niewiele lepiej zachowywały się segment magazynów (spadek wartości o 18,7%), telewizji (-17,9% r/r) i radia (-17,5% r/r). Względnie dobrze zachowywały się segmenty reklamy zewnętrznej (-11,6% r/r) i kina (-14,5%). Jako jedyny wzrost zanotował segment internetu (4,8% r/r).

Oczekujemy, że drugi kwartał był najgorszy dla rynku reklamowego w bieżącym cyklu koniunkturalnym i drugie półrocze powinno być już od niego lepsze. Nie oznacza to jednak, że ujemna dynamika zostanie złagodzona, gdyż wyniki pierwszego półrocza łagodzi względnie dobry kwartał. Oczekujemy, że dynamika rynku reklamowego w przekroju całego drugiego półrocza utrzyma się na poziomie około -12,0%. Podtrzymujemy tym samym nasze założenia z poprzedniego raportu mówiące o spadku wartości rynku reklamowego o 12% w przekroju całego roku, spadku wydatków reklamowych w segmencie telewizyjnym o 11,1% i wzrostu wydatków na reklamę online o 6%.

Przy podobnej ujemnej dynamice całego rynku lepiej niż w pierwszym półroczu powinien zachowywać się segment reklamy telewizyjnej, który dość nieoczekiwanie tracił na wartości mocniej niż rynek. Stać za tym powinny stabilizacja polityki rabatowej w głównych stacjach, a także umocnienie złotego stanowiące bodziec dla zwiększenia budżetów reklamowych ze strony szeroko reprezentowanych w segmencie zagranicznych podmiotów z branży FMCG. Wciąż jednak oczekujemy, że ujemna dynamika segmentu utrzyma się w drugim półroczu na dwucyfrowym poziomie. Tezę potwierdzają informacje płynące z TVN, gdzie zarząd informował o 10% spadku przychodów reklamowych segmentu telewizyjnego w okresie lipiec-sierpień. Wrześniowy cennik może przy tym wskazywać na nieco większy spadek w przekroju trzeciego kwartału.

Dynamika poszczególnych segmentów rynku reklamowego w 2Q2009



Źródło: Starlink

Co dalej z kosztami?

W drugim kwartale spółka mimo wcześniejszych zapowiedzi wyraźnie ograniczyła koszty osobowe i programowe. Zakładamy, że oszczędności pojawią się też w drugim półroczu, choć ich skala powinna być mniejsza niż w raportowanym okresie, na co złoży się brak jednorazowych wydarzeń takich jak rozwiązanie rezerw na program motywacyjny. Start

jesiennej ramówki w drugim tygodniu września również nie stanowi istotnych oszczędności i jedynie ewentualne skrócenie jesiennej ramówki w grudniu może dać efekt oszczędnościowy porównywalny z sezonem powtórkowym w czerwcu. Niższe koszty mogą się naszym zdaniem pojawić w związku z głębszym sięgnięciem do archiwów programowych i emisją w sezonie powtórkowym bardziej zamortyzowanych programów, choć spółka deklaruje, że nie planuje takiego kroku, gdyż nie zmienia on wiele w ujęciu gotówkowym, a wpływa na jakość oferty programowej.

Zmiana priorytetów?

Roszczenia w zarządzie

Wraz z publikacją wyników drugiego kwartału spółka poinformowała o zmianach w zarządzie. Ze stanowiska prezesa zrezygnował Piotr Walter obejmując jednocześnie stanowisko wiceprezesa i szefa segmentu telewizyjnego. Nowym prezesem został Markus Tellenbach, były prezes SBS Broadcasting i SKY Deutschland. Ze spółki odchodzi dotychczasowa wiceprezes i dyrektor finansowa Karen Burgess. Odchodzi z zarządu pozostając jednocześnie w spółce na stanowisku dyrektora programowego Edward Miszczak. Pracę dotychczasowego zarządu oceniamy bardzo dobrze i uważamy go za jedno z podstawowych źródeł sukcesu jaki był udziałem spółki w ostatnich latach. Markus Tellenbach posiada co prawda szerokie doświadczenie w segmencie nadawania i płatnej telewizji, ale nie sądzimy by przeprowadzone zmiany były uzasadnione dotychczasowymi dokonaniem spółki.

Rozwój 'n' priorytetem?

Jasnym sygnałem płynącym z przeprowadzonych zmian jest natomiast według nas zmiana priorytetów rozwoju Grupy. Spółka na koniec drugiego kwartału miała 2,03 mld PLN długu i tylko 127,4 mln PLN gotówki. O tak ograniczone zasoby będą rywalizowały segmenty Internetu, telewizji i platformy cyfrowej. Naszym zdaniem wybór na prezesa Markusa Tellenbacha i uczynienie go jednocześnie szefem platformy cyfrowej, a także decyzja o zwiększeniu tegorocznych nakładów kapitałowych na platformę o 40 mln PLN mogą świadczyć, że obecnie nacisk zostanie położony na rozwój tego segmentu. Większość nakładów w 'n' stanowią dekodery, co oznacza, że platforma ma w planach ostrzejszą walkę o abonenta w czwartym kwartale i tym samym większe nakłady na promocję i marketing, co negatywnie odbije się na wynikach platformy w tym okresie. Zarazem wolny od tych kosztów będzie 2010 rok kluczowy ze względu na ewentualną dopłatę do ceny nabycia pakietu kontrolnego w ITI Neovision, której warunkiem jest m.in. pozytywna EBITDA.

Co dalej z platformą 'n'?

ITI Neovision staje się coraz większym balastem tak dla TVN jak i Grupy ITI. Zwłaszcza Grupa ITI może mieć problemy z dalszym finansowaniem swojej cyfrowej platformy. Według ostatniego dostępnego sprawozdania miała wyłączając zadłużenie netto TVN około 500 mln euro długu netto. Odliczając od tej kwoty około 110 mln euro długu ITI Neovision, a także uwzględniając wpływy z dywidendy, buybacku i 46,2 mln euro z marcowej sprzedaży udziałów w Neovision, wartość długu Grupy ITI wynosi około 310 mln euro, co oznacza, że roczny koszt finansowania zadłużenia może wynieść około 30 mln euro. Ani Multikino, ani Wydawnictwo Pascal, ani tym bardziej nierentowne ITI Neovision czy klub piłkarski Legia nie są w stanie zapewnić środków na jego finansowanie. Źródłem spłaty odsetek mogą być zatem tylko kolejne dywidendy ze strony TVN, bo możliwość pozyskania dalszego finansowania dłużnego wydaje się mało możliwa. Tymczasem dług netto Grupy TVN sięgnął na półrocze około 1,9 mld PLN, a na spółce ciąży poza obsługą długu konieczność ponoszenia nakładów na inwestycje własne i w platformę 'n', przy bardzo słabym rynku reklamowym. Wydaje się zatem, że możliwy jest scenariusz, w którym obydwa podmioty zdecydują się w przyszłości sprzedać platformę, by poprawić swoją sytuację płynnościową.

Podsumowanie inwestycyjne

Zaprezentowane w drugim kwartale cięcia kosztów skłaniają nas do podniesienia prognoz wyniku operacyjnego w spółce do 627,1 mln PLN raportowanego zysku EBITDA w tym roku i 627,7 mln PLN EBITDA w roku przyszłym przy niezmiennych przychodach. Poza wprowadzanymi oszczędnościami zakładamy dodatkowo średni kurs euro w ciągu roku na poziomie 4,1 EUR/PLN i średni kurs dolara amerykańskiego na poziomie 3,0 USD/PLN, co wpływa przede wszystkim na poprawę wyniku operacyjnego w platformie 'n'. Naszym zdaniem bieżąca wycena rynkowa w pełni odzwierciedla optymistyczny dla TVN scenariusz i nie widzimy obecnie potencjału do dalszego wzrostu. W związku z tym podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji spółki.

Rachunek wyników TV+internet

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	1 554,7	1 897,3	1 806,8	1 840,3	1 970,4	2 187,6	2 469,7
zmiana	33,5%	22,0%	-4,8%	1,9%	7,1%	11,0%	12,9%
Przychody ze sprzedaży reklam	1 209,4	1 475,3	1 322,7	1 327,7	1 422,0	1 601,0	1 854,6
Inne przychody	345,4	422,1	484,1	512,6	548,4	586,5	615,1
Koszty sprzedanych produktów	1 074,3	1 265,4	1 330,4	1 364,3	1 447,7	1 560,5	1 708,3
Amortyzacja licencji	123,7	122,9	131,6	131,6	140,0	152,4	169,1
Koszty produkcji własnej	421,6	506,7	513,7	522,3	553,6	596,4	665,6
Wynagrodzenia	127,9	168,6	180,3	184,4	195,4	213,8	238,6
Koszty nadawania programów	49,8	51,6	57,0	55,8	59,2	62,7	66,5
Amortyzacja	72,1	79,5	88,9	98,0	107,7	118,5	122,6
Opcje menadżerskie	44,8	40,1	44,0	44,0	44,0	44,0	44,0
Marketing i promocja	53,6	70,1	60,2	61,3	65,0	71,1	79,4
Wynajem	20,5	27,4	30,1	29,2	31,3	33,5	35,8
Oплата z tytułu praw autorskich	58,9	67,2	70,8	72,1	76,4	83,1	93,9
Koszty sprzedanych towarów i usług	14,1	30,9	36,5	45,4	52,0	59,4	65,1
Aktualizacja wartości należności	5,0	2,3	3,0	4,2	5,3	6,0	6,5
Pozostałe	82,3	98,2	114,3	116,0	117,8	119,5	121,3
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	480,5	631,9	476,3	476,0	522,7	627,1	761,4
zmiana	137,9%	31,5%	-24,6%	-0,1%	9,8%	20,0%	21,4%
marża EBIT	30,9%	33,3%	26,4%	25,9%	26,5%	28,7%	30,8%
Amortyzacja	72,1	79,5	88,9	98,0	107,7	118,5	122,6
EBITDA	552,6	711,4	565,2	574,0	630,4	745,7	884,1
zmiana	0,0%	28,7%	-20,5%	1,5%	9,8%	18,3%	18,6%
marża EBITDA	35,5%	37,5%	31,3%	31,2%	32,0%	34,1%	35,8%

Rachunek wyników - platforma 'n'

(mln PLN)	2007	2008*	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	104,8	261,0	484,2	678,2	858,4	975,6	1 056,4
zmiana	0,2%	149,1%	85,5%	40,1%	26,6%	13,7%	8,3%
Przychody netto z aktywacji	23,5	32,4	39,9	52,7	63,9	70,9	75,6
Przychody netto z abonamentu i VOD	73,2	201,3	403,6	576,1	739,1	848,3	925,6
Przychody netto ze sprzedaży towarów	0,4	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Pozostałe przychody ze sprzedaży	7,7	20,1	33,6	42,3	48,2	49,3	48,0
Koszty sprzedanych produktów	305,6	517,0	663,8	786,6	880,8	932,3	977,0
Amortyzacja licencji programowych	90,2	215,6	325,6	393,0	457,5	500,8	536,0
Pozostała amortyzacja	29,9	64,6	93,5	128,6	139,2	132,3	128,7
Koszty produkcji kanałów i audycji	58,9	67,0	73,0	75,2	77,5	79,8	82,2
Usługi marketingowe	46,9	56,2	50,6	52,6	54,7	56,9	59,2
Koszty dystrybucji	23,8	32,7	39,9	52,7	63,9	70,9	75,6
Materiały i energia	9,1	12,3	14,1	14,6	15,0	15,5	15,9
Usługi obce	16,8	28,5	29,6	30,8	32,0	33,3	34,7
Podatki i opłaty	0,5	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3
Wynagrodzenia	20,4	23,8	24,1	25,3	26,5	27,9	29,2
Ubezpieczenia społeczne	2,8	3,3	3,4	3,5	3,7	3,9	4,1
Pozostałe	6,3	12,0	9,0	9,4	9,6	9,9	10,2
EBIT	-200,8	-256,0	-179,6	-108,4	-22,4	43,4	79,3
zmiana	267,8%	27,5%	-29,8%	-39,7%	-79,3%	-293,7%	82,9%
marża EBIT	-191,6%	-98,1%	-37,1%	-16,0%	-2,6%	4,4%	7,5%
Wynik na działalności finansowej	-8,4	-173,0	28,2	-107,6	-107,6	-107,6	-107,6
Zysk brutto	-209,2	-429,0	-151,4	-216,0	-130,0	-64,3	-28,3
Podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	-209,2	-429,0	-151,4	-216,0	-130,0	-64,3	-28,3
zmiana	173,8%	105,1%	-64,7%	42,7%	-39,8%	-50,6%	-56,0%
marża	-199,6%	-164,4%	-31,3%	-31,8%	-15,1%	-6,6%	-2,7%
Amortyzacja	29,9	64,6	93,5	128,6	139,2	132,3	128,7
EBITDA	-170,9	-191,4	-86,1	20,2	116,8	175,7	208,1
zmiana	137,8%	12,0%	-55,0%	-123,5%	477,7%	50,4%	18,4%
marża EBITDA	-163,1%	-73,3%	-17,8%	3,0%	13,6%	18,0%	19,7%
Liczba abonentów (w tys.)	272,0	500,0	670,0	850,0	909,5	955,0	974,1
ARPU (w PLN)	38,6	50,0	59,0	65,5	70,7	76,4	80,2

* szacunki DI BRE Banku SA

Wycena

Podsumowanie wyceny TVN

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	5814,6	50%	
Wycena porównawcza	4393,8	50%	
w tym			
segment telewizyjny	3920,8		
na bazie wskaźnika P/E	4479,4	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	3362,3	50%	
Segment internetowy	473,0		
EV/EBITDA	473,0	100%	
Średnia	5104,2		14,7
na 1 akcję TVN			16,0

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 osiągnięte 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	14,3	11,2	9,4	-	76,9	20,2
CTC Media Inc	9,9	8,5	7,4	17,8	14,2	12,0
RTL Group	6,6	6,3	-	12,7	11,3	11,9
Mediaset	6,5	6,1	5,9	18,0	16,8	14,5
ProSiebenSat 1	9,6	9,3	8,7	11,3	10,1	8,1
ITV plc	16,9	13,5	9,1	82,5	38,1	14,6
Gestelevision Telecinco	15,5	13,3	11,7	22,5	18,5	16,0
TF1	28,6	28,9	12,7	140,5	1565,7	27,0
Antena 3 de Television	24,8	15,0	12,3	42,1	20,5	16,7
Metropole Television	8,4	8,1	7,8	16,9	16,6	15,0
Maksimum	28,6	28,9	12,7	140,5	1565,7	27,0
Minimum	6,5	6,1	5,9	11,3	10,1	8,1
Mediana	12,1	10,2	9,1	18,0	17,6	14,8
TVN	15,9	12,3	12,3	9,6	17,1	20,6
premia / dyskonto		1,9%	20,2%	5,5%	-4,9%	16,6%

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
Mediana	10,4	9,8	8,5



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	2 163,3	2 451,5	2 754,5	3 085,4	3 445,3	3 781,2	4 051,6	4 269,2	4 441,3	4 608,5	
zmiana	14,0%	13,3%	12,4%	12,0%	11,7%	9,7%	7,2%	5,4%	4,0%	3,8%	
EBITDA	627,1	631,2	794,8	974,1	1 146,7	1 287,1	1 400,8	1 477,5	1 522,8	1 564,4	
marża EBITDA	29,0%	25,7%	28,9%	31,6%	33,3%	34,0%	34,6%	34,6%	34,3%	33,9%	
Amortyzacja	163,4	225,0	241,3	240,8	244,3	235,6	222,7	230,0	236,1	236,1	
Opcje menedżerskie	32,0	44,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
EBIT	463,8	406,2	553,5	733,3	902,3	1 051,5	1 178,1	1 247,5	1 286,7	1 328,3	
marża EBIT	21,4%	16,6%	20,1%	23,8%	26,2%	27,8%	29,1%	29,2%	29,0%	28,8%	
Opodatkowanie EBIT	88,1	77,2	105,2	139,3	171,4	199,8	223,8	237,0	244,5	252,4	
NOPLAT	375,7	329,0	448,3	594,0	730,9	851,7	954,2	1 010,5	1 042,2	1 075,9	
CAPEX	-434,0	-335,5	-286,7	-302,8	-310,8	-335,4	-348,1	-363,8	-306,5	-236,1	
Kapitał obrotowy	-40,6	-63,2	-53,3	-58,1	-63,4	-59,2	-47,6	-38,6	-30,6	-29,7	
Pozostałe	-308,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-211,8	199,4	349,6	473,9	601,1	692,8	781,2	838,1	941,2	1 046,2	1072,3
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	
współczynnik dyskonta	96,0%	87,0%	78,8%	71,4%	64,7%	58,6%	53,1%	48,1%	43,6%	39,5%	
PV FCF	-203,2	173,4	275,4	338,3	388,7	405,9	414,8	403,2	410,2	413,1	
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	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	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	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)	12325,7		Wzrost FCF w nieskończoności								
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 867,2		0,5% 1,5% 2,5% 3,5% 4,5%								
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	3 019,8		WACC +1,0pp	13,0	14,0	15,1	16,5	18,3			
Wartość firmy (EV)	7 887,1		WACC +0,5pp	14,2	15,3	16,6	18,2	20,3			
Dług netto	1 507,1		WACC	15,4	16,7	18,2	20,1	22,6			
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0		WACC -0,5pp	16,8	18,3	20,0	22,3	25,3			
Udziałowcy mniejszościowi	480,4		WACC -1,0pp	18,4	20,1	22,1	24,8	28,5			
Wartość opcji menedżerskich	85,0										
Wartość firmy	5 814,6										
Liczba akcji (mln)	346,4										
Wartość firmy na akcję (PLN)	16,8										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%										
Cena docelowa	18,2										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	12,6										
P/E('09) dla ceny docelowej	19,6										
Udział TV w EV	62%										



Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	1 554,7	1 897,3	2 163,3	2 451,5	2 754,5	3 085,4	3 445,3
zmiana	33,5%	22,0%	14,0%	13,3%	12,4%	12,0%	11,7%
Przychody ze sprzedaży reklam	1 209,6	1 475,3	1 322,7	1 327,7	1 422,0	1 601,0	1 854,6
Inne przychody	345,1	422,1	840,6	1 123,8	1 332,5	1 484,3	1 590,7
Koszty sprzedanych produktów	1 074,3	1 265,4	1 810,2	2 045,3	2 201,0	2 352,1	2 543,0
Amortyzacja licencji	123,7	122,9	304,0	418,3	477,5	525,2	570,7
Koszty produkcji własnej	421,6	506,7	631,1	636,8	676,9	726,2	801,4
Wynagrodzenia	127,9	168,6	200,8	209,6	222,0	241,6	267,8
Koszty nadawania programów	49,8	51,6	77,0	72,7	75,6	79,3	84,1
Amortyzacja	72,1	79,5	163,4	225,0	241,3	240,8	244,3
Opcje menadżerskie	44,8	40,1	32,0	44,0	46,2	48,5	50,9
Marketing i promocja	53,6	70,1	103,2	114,0	119,7	128,0	138,6
Wynajem	20,5	27,4	25,6	29,2	31,3	33,5	35,8
Oплата z tytułu praw autorskich	58,9	67,2	70,8	72,1	76,4	83,1	93,9
Koszty sprzedanych towarów i usług	14,1	30,9	36,5	45,4	52,0	59,4	65,1
Aktualizacja wartości należności	5,0	2,3	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Pozostałe	82,3	98,2	162,8	175,3	179,2	183,3	187,5
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	0,0	-110,7	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	480,5	631,9	463,8	406,2	553,5	733,3	902,3
zmiana	37,9%	31,5%	-26,6%	-12,4%	36,3%	32,5%	23,0%
marża EBIT	30,9%	33,3%	21,4%	16,6%	20,1%	23,8%	26,2%
Wynik na działalności finansowej	-184,8	-184,3	-133,7	-181,6	-174,8	-163,4	-148,3
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0
Udział w wyniku platformy 'n'	0,0	-94,4	-39,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0
Zysk brutto	295,7	447,6	330,0	224,6	378,7	569,9	754,0
Podatek dochodowy	-53,9	-83,9	-75,4	-62,8	-84,1	-114,3	-145,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0
Zysk netto	241,8	363,7	321,4	267,6	358,4	487,2	622,0
zmiana	-6,6%	50,4%	-11,6%	-16,7%	33,9%	35,9%	27,7%
marża	15,6%	19,2%	14,9%	10,9%	13,0%	15,8%	18,1%
Amortyzacja	72,1	79,5	163,4	225,0	241,3	240,8	244,3
EBITDA	552,6	711,4	627,1	631,2	794,8	974,1	1 146,7
zmiana	38,2%	28,7%	-11,8%	0,7%	25,9%	22,6%	17,7%
marża EBITDA	35,5%	37,5%	29,0%	25,7%	28,9%	31,6%	33,3%
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	0,8	1,0	1,4	1,8
CEPS	0,9	1,3	1,4	1,4	1,7	2,1	2,5
ROAE	18,1%	23,6%	18,8%	14,7%	18,0%	21,6%	23,9%
ROAA	11,9%	15,6%	10,7%	7,6%	9,8%	13,1%	16,4%



Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	2 735,8	3 753,2	4 589,0	4 795,7	5 086,4	5 458,4	5 917,9
Majątek trwały	2 090,4	2 551,8	3 471,9	3 610,1	3 673,9	3 753,7	3 842,7
Rzeczowe aktywa trwałe	250,2	347,4	642,0	713,8	743,3	783,6	826,8
Wartości niematerialne	1 697,3	1 703,1	2 569,3	2 607,9	2 623,8	2 645,5	2 668,8
Długoterminowe aktywa programowe	127,4	154,7	213,3	241,0	259,3	277,1	299,6
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
Majątek obrotowy	645,4	1 201,4	1 117,1	1 185,7	1 412,5	1 704,7	2 075,1
Krótkoterminowe aktywa programowe	179,5	192,7	257,9	291,4	313,6	335,1	362,3
Należności z tytułu dostaw i usług	299,6	305,8	360,3	421,8	473,9	530,9	592,8
Pochodne instrumenty finansowe	24,3	149,9	149,9	149,9	149,9	149,9	149,9
Rozliczenia międzyokresowe	31,6	51,3	73,4	82,9	89,2	95,4	103,1
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	274,3	238,4	384,5	592,2	865,7
(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	2 735,8	3 753,2	4 589,0	4 795,7	5 086,4	5 458,4	5 917,9
Kapitał własny	1 429,8	1 647,0	1 768,3	1 875,2	2 099,8	2 407,8	2 786,2
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	997,8	1 104,8	1 329,3	1 637,3	2 015,7
Zobowiązania długoterminowe	957,0	1 637,9	2 192,6	2 223,4	2 243,8	2 263,6	2 288,6
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	237,1	267,9	288,2	308,0	333,0
Zobowiązania długoterminowe	349,1	468,3	628,1	697,1	742,8	787,1	843,1
Zobowiązania handlowe	111,1	141,9	202,8	229,2	246,6	263,6	285,0
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	328,3	371,0	399,2	426,6	461,2
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	1 737,6	1 773,6	1 627,4	1 419,8	1 146,2
(Dług netto / Kapitał własny)	47,8%	61,7%	98,3%	94,6%	77,5%	59,0%	41,1%
(Dług netto / EBITDA)	1,2	1,4	2,8	2,8	2,0	1,5	1,0
BVPS	4,1	4,7	5,1	5,4	6,1	7,0	8,0



Przepływy pieniężne

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	363,9	603,4	649,3	641,9	741,6	853,1	976,3
EBITDA	552,6	711,4	627,1	631,2	794,8	974,1	1 146,7
Kapitał obrotowy	-126,7	-23,2	-40,6	-63,2	-53,3	-58,1	-63,4
Podatek	-53,9	-83,9	-75,4	-62,8	-84,1	-114,3	-145,9
Rezerwy	-8,1	-0,9	71,4	30,8	20,4	19,8	25,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-207,7	-494,5	-578,2	-335,5	-286,8	-302,8	-310,8
CAPEX	-155,0	-156,3	-434,0	-335,5	-286,7	-302,8	-310,8
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
Przepływy finansowe	-150,4	281,2	-297,2	-342,3	-308,6	-342,6	-391,9
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	-160,7	-133,8	-179,2	-243,6
Instrumenty pochodne	102,7	-125,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki zapłacone	-84,1	-120,7	-122,2	-195,9	-195,9	-195,9	-195,9
Odsetki otrzymane	12,0	0,0	16,5	14,3	21,1	32,6	47,6
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
Zmiana stanu środków pieniężnych	5,8	390,1	-226,2	-36,0	146,2	207,6	273,5
Środki pieniężne na koniec okresu	110,4	500,5	274,3	238,4	384,5	592,2	865,7
DPS (PLN)	0,4	0,3	0,6	0,5	0,4	0,5	0,7
FCF	228,1	453,6	96,4	199,4	395,8	522,4	652,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	10,0%	8,2%	20,1%	13,7%	10,4%	9,8%	9,0%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	22,8	15,3	17,1	20,6	15,4	11,3	8,9
P/CE	17,6	12,5	11,4	11,2	9,2	7,6	6,4
P/BV	3,9	3,4	3,1	2,9	2,6	2,3	2,0
P/S	3,6	2,9	2,5	2,2	2,0	1,8	1,6
FCF/EV	3,7%	6,9%	1,2%	2,6%	5,2%	7,1%	9,1%
EV/EBITDA	11,2	9,2	12,3	12,3	9,6	7,6	6,2
EV/EBIT	12,9	10,4	16,7	19,1	13,8	10,1	7,9
EV/S	4,0	3,5	3,6	3,2	2,8	2,4	2,1
DYield	2,3%	2,2%	3,6%	2,9%	2,4%	3,3%	4,4%
Cena (PLN)							
Liczba akcji na koniec roku (mln)	347,3	349,4	346,4	346,4	346,4	346,4	346,4
MC (mln PLN)	5521,6	5555,2	5508,2	5508,2	5508,2	5508,2	5508,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	480,4	480,4	480,4	480,4	480,4
EV (mln PLN)	6 205,2	6 570,7	7 726,2	7 762,2	7 616,0	7 408,4	7 134,8



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
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
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
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 został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu.

Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

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
data wydania	2009-02-04	2009-06-04	2009-06-15	2009-07-01
kurs z dnia rekomendacji	9,38	12,10	12,38	10,02
WIG w dniu rekomendacji	23009,76	31030,61	32362,67	30419,03