

12 listopada 2008

Aktualizacja raportu


Media
Polska

Cena bieżąca	13,26 PLN
Cena docelowa	13,0 PLN
Kapitalizacja	4,63 mld PLN
Free float	1,89 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	26,33 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Strateurop International B.V.	51,28%
N-Vision B.V.	7,83%
Pozostali	40,89%

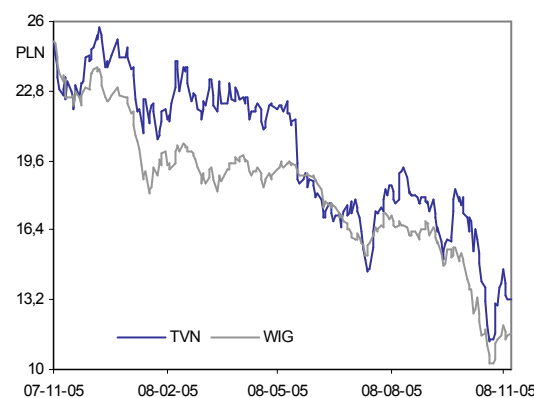
Strategia dotycząca sektora

Rynek reklamy, najbardziej wpływający na wyniki branży rozwija się w dwucyfrowym tempie, a telewizja utrzymuje swój udział w całości wydatków reklamowych. Ponadto dynamicznie rozwija się segment reklamy internetowej stopniowo zwiększając swoje znaczenie kosztem prasy codziennej i radia.

Profil spółki

Grupa TVN jest jednym z największych nadawców telewizyjnych w Polsce, obok telewizji publicznej i Polsatu, działającym na rynku od dziesięciu lat. 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.

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

(Obniżona)

Przed zachodem słońca

Po bardzo udanym trzecim kwartale spodziewamy się, że również wyniki czwartego kwartału będą przyjęte przez inwestorów bardzo przychylnie. 2009 rok niesie jednak ze sobą w naszym odczuciu dużo więcej niepewności związanej przede wszystkim z koniunkturą gospodarczą. Niepokojące informacje płynące z segmentu reklamy prasowej są pierwszym sygnałem poważnego spowolnienia na rynku reklamowym, które naszym zdaniem już w czwartym kwartale uderzy w telewizję, a z pewnym opóźnieniem, bo w 1Q2009 także w TVN. W wyniku znacznego obniżenia dynamiki wydatków reklamowych TVN, mimo korzystnego pozycjonowania zarówno na rynku reklamy, jak i wewnątrz samego segmentu telewizyjnego nie będzie w stanie utrzymać dynamiki przychodów nawet zbliżonej do uzyskiwanej historycznie, a w związku z rosnącymi kosztami wywoła to presję na marże. W związku z powyższym obniżamy naszą rekomendację dotyczącą akcji spółki do trzymaj z nową ceną docelową 13,0 PLN.

Bardzo dobre wyniki kwartalne

Wyniki 3Q2008 oceniamy pozytywnie doceniając przede wszystkim twardą politykę kosztową, która pozwoliła znacznie wyhamować dynamikę podstawowych ich grup, zwłaszcza kosztów programowych. Wraz z publikacją wyników kwartalnych Zarząd Spółki zdecydował się podnieść tegoroczne prognozy wzrostu przychodów i zysku EBITDA. Wobec dobrego startu jesiennej ramówki oraz sprzedaży całego czasu reklamowego w październiku (spółka utrzymuje, że październikowe przychody reklamowe będą kształtować się powyżej założonego wcześniej budżetu), spodziewamy się kontynuacji pozytywnego trendu również w czwartym kwartale (mimo słabszego wyniku całego segmentu telewizyjnego). Dlatego też pozytywnie odnosimy się do zmiany prognoz oceniając nowe cele jako będące w zasięgu spółki i również podnosimy nasze założenia dotyczące wyników finansowych TVN w 2008 roku, zarówno w odniesieniu do przychodów jak i wypracowanych zysków.

Od 2009 roku wolniejszy rozwój

Oczekujemy, że spowolnienie gospodarcze oraz naturalne wygasanie silnego impulsu wzrostowego na rynku reklamowym spowoduje znaczne obniżenie dynamiki przychodów Grupy. Po pogorszeniu sytuacji w segmencie prasy (trzeci kwartał) zdecydowanie pogorszą się nastroje w segmencie telewizyjnym (czwarty kwartał), co z opóźnieniem przełoży się na TVN (2009 rok). Stanie się tak mimo dobrego rozłożenia ekspozycji na najbardziej stabilne segmenty rynku reklamowego tj. telewizję i internet oraz wyższą siłę zakupową standardowego widza TVN, w relacji do widzów telewizji publicznej i Polsatu. Spółka posiada co prawda pole do redukcji kosztów jednak w wyniku przesunięcia czasowego oraz mniejszej elastyczności cięć kosztów w porównaniu do ubytku przychodów spodziewamy się, że marże osiągnane przez spółkę mogą w najbliższych latach ulec znacznemu zawężeniu.

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przychody	1165,0	1554,7	1904,2	1998,3	2134,7
EBITDA	399,8	554,1	702,3	696,0	728,4
marża EBITDA	34,3%	35,6%	36,9%	34,8%	34,1%
EBIT	348,4	482,1	624,3	611,9	637,7
Zysk netto	258,8	243,3	383,1	356,3	393,6
DPS	0,0	0,4	0,3	0,5	0,5
P/E	17,6	18,9	12,1	13,0	11,8
P/CE	14,7	14,6	10,0	10,5	9,6
P/BV	3,7	3,2	2,7	2,5	2,2
EV/EBITDA	13,2	9,5	7,8	8,2	8,1

Przed zachodem słońca

Trzeci kwartał znów pozytywnie zaskoczył wynikami

Po bardzo udanym dla całej Grupy TVN drugim kwartale trzeci kwartał ponownie mile zaskoczył inwestorów operacyjnym poziomem wypracowanych wyników. Zgodnie z naszymi przypuszczeniami Igrzyska Olimpijskie w Pekinie ze względu na niekorzystną porę transmisji nie spotkały się z takim zainteresowaniem zarówno widzów jak i reklamodawców jak poprzednie tego typu imprezy organizowane w naszej strefie czasowej. W rezultacie sierpniowe przychody reklamowe stacji Grupy TVN nie ucierpiały mocno z powodu konkurencyjnej oferty telewizji publicznej. Z kolei wrzesień stał pod znakiem nowych programów wprowadzonych do ramówki i gwałtownego wzrostu oglądalności.

Na poziomie przychodów spółka zanotowała zwiększenie sprzedaży z 296,6 mln PLN do 353,8 mln PLN, a głównymi czynnikami wzrostu były przychody reklamowe w kanale TVN (wzrost o 32,2 mln PLN, przychody reklamowe wszystkich stacji wzrosły o 51,5 mln PLN). Wzrosły również przychody z licencji programowych (5,9 mln PLN), co było związane z rosnącą liczbą abonentów stacji tematycznych Grupy oraz przychody z Mango Media (wzrost o 3,8 mln PLN, czyli o 62%). Mniejsze były natomiast przychody audiotele co jest związane przede wszystkim z zamknięciem kanału telewizyjnego TVN Gra. Głównym zaskoczeniem opublikowanych wyników jest dynamika kosztów. Spółce udało się ograniczyć tempo wzrostu praktycznie wszystkich grup kosztowych, zwłaszcza jeżeli chodzi o koszty programowe. Koszty amortyzacji produkcji własnej wzrosły do 106,9 mln PLN (o 8,1%), a koszty amortyzacji zakupionych licencji spadły do 26,1 mln PLN (o 11,7%). Jedynie, poważnie rosnącą grupą kosztową były wynagrodzenia (wzrost o 30,5% do 41,1 mln PLN), jednak i tak była to dynamika poniżej prezentowanej w pierwszym półroczu 2008 roku, kiedy to wzrosły o 38,7%.

Na poziomie kosztów finansowych spółka zaksięgowała 15,4 mln PLN straty z tytułu utraty wartości opcji wcześniejszej spłaty obligacji. Z tytułu udziału w wyniku ITI Neovision, TVN zanotował 18,5 mln PLN strat, co było związane z niezwykle szybkim rozwojem telewizji 'n' we wrześniu. Koszty odsetkowe w wysokości 32,0 mln PLN wynikają z poniesionej wartości długu po czerwcowej emisji obligacji na kwotę 18,5 mln PLN. Wynik brutto ukształtował się na poziomie 4,7 mln PLN, a zaksięgowany podatek dochodowy wyniósł -0,3 mln PLN. Ostatecznie spółka wypracowała w trzecim kwartale 5 mln PLN zysku wobec 78,3 mln PLN straty zanotowanej w ubiegłym roku.

Wyniki finansowe Grupy TVN w trzecim kwartale 2008 roku

(mln PLN)	IIIQ08	IIIQ07	zmiana	I-IIIQ2008	I-IIIQ2007	zmiana
Przychody	353,8	296,6	19,3%	1 305,01	1 033,11	26,3%
EBITDA	85,9	56,4	52,2%	459,6	340,9	34,8%
marża	24,3%	19,0%	-	35,2%	33,0%	-
EBIT	74,1	37,7	96,5%	409,8	288,6	42,0%
Zysk brutto	4,7	-103,9	n/a	340,8	128,1	166,1%
Zysk netto	5,0	-78,3	n/a	276,0	107,5	156,9%

Źródło: TVN

Start jesiennej ramówki dobrym prognozykiem przed czwartym kwartałem

We wrześniu TVN uruchomił swoją jesienną ramówkę zawierającą zarówno starsze produkcje takie jak „Taniec z gwiazdami”, „Po prostu tańcz”, czy „Na Wspólnej”, jak i zupełnie nowe produkcje jak np. oparty na brytyjskiej licencji program „Mam talent”, czy będący odpowiednikiem południowoamerykańskiej telenoweli serial „Brzydula”. Mimo znacznej konkurencji ze strony innych czołowych stacji, które również dobrze przygotowały się do jesiennego sezonu, ramówka TVN zyskała bezdyskusyjnie największą popularność dystansując obie stacje telewizji publicznej i Polsat. W pierwszym miesiącu swojego istnienia jesienna oferta TVN przyciągnęła przed telewizory średnio 18,0% ogólnopolskiej widowni, przy 16,7% udziale w oglądalności odnotowanych we wrześniu ubiegłego roku. TVN przeciwstawił się tym samym ogólnorynkowemu trendowi, w którym największe stacje traciły widzów na rzecz kanałów tematycznych. Notowania TVP2 i Polsatu spadły o około 1,5%, a TVP1 o 0,8%. Stawia to TVN w bardzo korzystnej sytuacji w perspektywie najważniejszego dla branży telewizyjnej okresu. W najbliższym okresie, należy się bowiem spodziewać utrzymania preferencji widzów odnośnie programów telewizyjnych, co z pewnością nie przejdzie niezauważone przez reklamodawców. Zwiększenie oglądalności połączone z osłabieniem najważniejszych konkurentów spowoduje najprawdopodobniej, że TVN stanie się w oczach reklamodawców priorytetem w wyborze emitenta reklam. Większa widownia obniża bowiem koszt dotarcia do widza, co uzasadnia większą skalę podwyżek cen czasu reklamowego niż w przypadku głównej konkurencji. Małe stacje mimo wzrostu oglądalności nie stanowią zazwyczaj alternatywy do plasowania budżetów reklamowych, co dodatkowo może się przełożyć na wzrost udziału TVN w rynku reklamy telewizyjnej w końcówce roku.

Całodobowa oglądalność czołowych stacji telewizyjnych we wrześniu

	oglądalność ogółem			oglądalność w grupie 16-49		
	wrzesień 2008	wrzesień 2007	zmiana	wrzesień 2008	wrzesień 2007	zmiana
TVN	18,0%	16,7%	1,3%	18,6%	17,9%	0,7%
Polsat	15,0%	16,5%	-1,5%	17,8%	19,8%	-2,0%
TVP1	21,2%	22,0%	-0,8%	17,4%	19,0%	-1,6%
TVP2	16,9%	18,4%	-1,5%	16,2%	16,9%	-0,7%

Źródło: AGB Nielsen Media Research

Oglądalność czołowych stacji telewizyjnych w peak time we wrześniu

	oglądalność ogółem			oglądalność w grupie 16-49		
	wrzesień 2008	wrzesień 2007	zmiana	wrzesień 2008	wrzesień 2007	zmiana
TVN	21,6%	20,0%	1,6%	21,3%	20,3%	1,0%
Polsat	16,9%	18,1%	-1,2%	19,6%	21,3%	-1,7%
TVP1	20,9%	22,2%	-1,3%	18,3%	20,1%	-1,8%
TVP2	18,4%	19,0%	-0,6%	17,5%	17,3%	0,2%

Źródło: AGB Nielsen Media Research

Podniesienie prognoz Zarządu

Po bardzo udanym trzecim kwartale oraz dobrych perspektywach dla czwartego kwartału Zarząd spółki zdecydował się wraz z publikacją sprawozdania na podniesienie całorocznych prognoz wyników. Według nowych założeń tegoroczny wzrost przychodów będzie się mieścił w przedziale 20-22%, w miejsce poprzedniego 18-20%. Przedział dla marży EBITDA, który wcześniej wynosił 35-37% został zawężony i według nowych prognoz marża EBITDA ma wynieść 37%. Zmienione zostały również założenia dotyczące telewizji 'n'. Przewidywany tegoroczny udział TVN w stracie realizowanej przez ITI Neovision ma wynieść 45 mln PLN, podczas gdy wcześniejsze założenia mówiły o 30 mln PLN. Jednocześnie liczba abonentów, jaką w tym roku planuje osiągnąć platforma 'n' została zredukowana z 520 tys. do 500 tys. użytkowników. Powyższe założenia uważamy za oddające tegoroczny potencjał spółki i pozytywnie oceniamy ich osiągalność.

Prognozy Zarządu TVN dotyczące 2008 roku

	Poprzednia prognoza	Nowa prognoza
Wzrost przychodów	18-20%	20-22%
Marża EBITDA	35-37%	37%
Wydatki kapitałowe	250-282 mln PLN	180 mln PLN
Liczba abonentów platformy 'n'	520 tys.	500 tys.
Liczba abonentów pre-paid		50 tys.
Średnie ARPU	56 PLN	55 PLN
Udział w stracie netto platformy 'n'	30 mln PLN	45 mln PLN

Źródło: TVN

Buyback pod koniec roku

30 października odbyło się Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy, które zaakceptowało propozycję Zarządu dotyczącą skupu akcji własnych. Według propozycji kierownictwa spółki wykupem zostanie objęte maksymalnie 10% kapitału zakładowego, ale nie więcej niż 35 mln akcji. Uwzględniając procedury uruchamiające buyback skup rozpocznie się najprawdopodobniej na początku grudnia 2008 roku. Na wykup zostanie przeznaczony do 500 mln PLN. Jest to bezprecedensowa w historii spółki kwota, w skali całego rynku wyższą sumą przeznaczoną na skup akcji może pochwalić się jedynie Telekomunikacja Polska. Tak duża skala operacji na pewno pozytywnie będzie wpływała na podtrzymywanie kursu akcji spółki w początkowych miesiącach 2009 roku, co powinno dodatkowo wspierać notowania spółki na warszawskim parkiecie.

Wycofanie się News Corporation z Polski

Amerykański koncern medialny News Corporation, kontrolowany przez Ruperta Murdocha poinformował o sprzedaży posiadanych akcji w TV Puls i wycofaniu się z inwestycji. W praktyce oznacza to usankcjonowanie dotychczasowego stanu rzeczy, gdyż News Corp. od kilku miesięcy znacznie ograniczał nakłady na TV Puls. Pakiet 35% akcji przejęli

dotychczasowi akcjonariusze: zakon franciszkanów i obecny prezes stacji Dariusz Dąbski. Obecnie Puls będzie szukał nowego inwestora strategicznego, a jego kartą przetargową, będzie praktycznie zagwarantowane miejsce na pierwszym multipleksie. Językiem uwagi w negocjacjach będzie z pewnością kwestia pakietu większościowego. Do tej pory posiadał go zakon franciszkanów i brak pełnej kontroli nad strategią stacji mógł być przyczyną ostatecznej decyzji News Corp. Bez pozyskania nowego inwestora stację niechybnie czekają znaczne problemy. Wątpliwe wydaje się przede wszystkim uruchomienie kanałów tematycznych o których TV Puls wspominał kilka miesięcy temu.

Zakładając, że w stację nie zainwestuje inny zagraniczny inwestor, spółce ubywa jeden z konkurentów, choć biorąc pod uwagę słabe wyniki oglądalności stacji oraz powolny rozwój nie była to licząca się konkurencja. Ewentualnym czynnikiem ryzyka jest według nas sprzedaż przez franciszkanów kontrolnego pakietu w stacji, co mogłoby znacząco zmienić obraz rynku.

Nadspodziewanie szybki rozwój platformy 'n'

Cyfrowa platforma 'n', której pakiet 25% TVN przejął w czerwcu miała na moment nabycia 320 tys. użytkowników, a do końca sierpnia udało jej się powiększyć tę liczbę zaledwie do 338 tys. abonentów. Dlatego też dużym pozytywnym zaskoczeniem było osiągnięcie przez nią na koniec października liczby 400 tys. subskrybentów. Ten dynamiczny wzrost został okupiony olbrzymimi wydatkami. Strata za trzeci kwartał przypadająca TVN wyniosła 18,5 mln PLN, a kwota ta nie uwzględnia październikowego wzrostu bazy abonentów. Całoroczne koszty udziału w stracie 'n' spółka podniosła do 45 mln PLN. Nie mniej jednak bardzo pozytywnie oceniamy poczyniony wzrost i uważamy, że w jego obliczu prawdopodobny jest plan osiągnięcia przez platformę rentowności w 2010 roku. Warunkiem wypełnienia tego założenia będzie utrzymanie pozyskanej w ostatnich dwóch miesiącach bazy abonenckiej i jej dalszy rozwój. Tak duży przyrost został bowiem osiągnięty poprzez promocję, w ramach której za 38 PLN miesięcznie abonent uzyskuje przez pół roku dostęp do wszystkich 6 podstawowych pakietów telewizyjnych, a po tym okresie wybiera trzy pakiety, które decyduje się zachować na pozostały okres trwania umowy. Atrakcyjność pierwszych sześciu miesięcy umowy mogła skłonić wiele osób do zakupu dekodera 'n'. Kluczowe dla platformy będzie utrzymanie tych abonentów po zakończeniu ich umów mimo braku tak znaczącego dyskonta cenowego jak w początkowej fazie.

Perspektywy dla sektora coraz gorsze

Rynek reklamy w 2009 roku

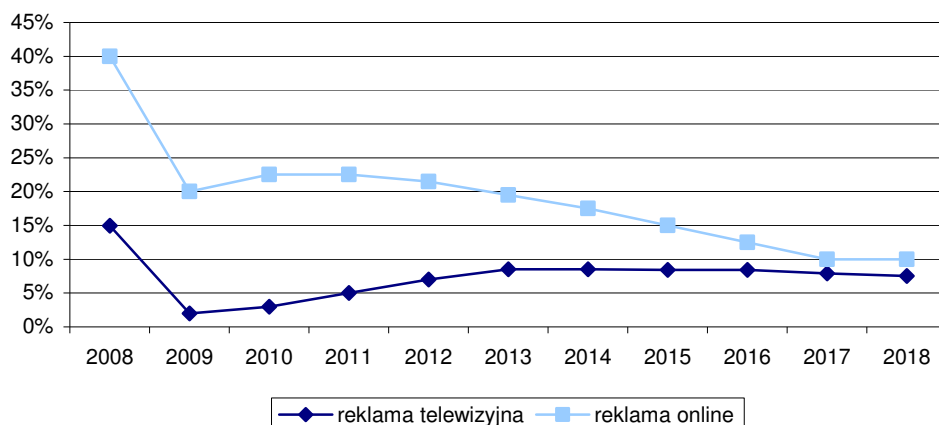
Rok 2009 będzie z pewnością na rynku reklamy okresem spowolnienia w stosunku do bieżącego roku. Przyczyną obniżenia dynamiki będą z jednej strony czynniki pozakoniunkturalne takie jak naturalne wygasanie silnego impulsu wzrostowego ostatnich lat, z drugiej czynniki związane ze spodziewanym spowolnieniem gospodarczym. Szacuje się, że tempo wzrostu PKB wyhamuje z 5,1% oczekiwanych w roku bieżącym do 4,0% w 2009 roku, a coraz częściej pojawiają się prognozy głębszego obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego. W parze ze spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego będzie z pewnością szła niższa dynamika płac (obecnie jest ona na poziomie około 11% r/r). Niższej dynamiki nie uda się raczej w pełni zrekompensować niższymi stawkami podatku dochodowego. W rezultacie tempo wzrostu siły nabywczej Polaków będzie niższe niż w 2008 roku, co przełoży się z kolei na wydatki konsumpcyjne i dalej na budżety reklamowe przedsiębiorstw. Nie zakładamy przy tym, by przy 4 – procentowym wzroście gospodarczym doszło do znacznego wzrostu bezrobocia, które dodatkowo mogłoby obniżyć możliwości zakupowe ludności.

Segment telewizyjny i internetowy lepsze od rynku...

Na tle całego rynku reklamy segment reklamy telewizyjnej powinien zachowywać się względnie lepiej ze względu na fakt, że w przypadku spowolnienia gospodarczego telewizja przejmuje część udziałów w rynku reklamowym innych mediów. Jest to związane z faktem, iż reklamodawcy w czasie dekoniunktury będą się starali umieszczać swoje szczuplejsze budżety reklamowe w mediach dających największą gwarancję dotarcia do widza. Takim medium jest właśnie telewizja ze względu na dużą skalę odbioru rosnącą dodatkowo w czasach recesji kiedy szklany ekran jako rozrywka stosunkowo tania staje się często jedyną dostępną.

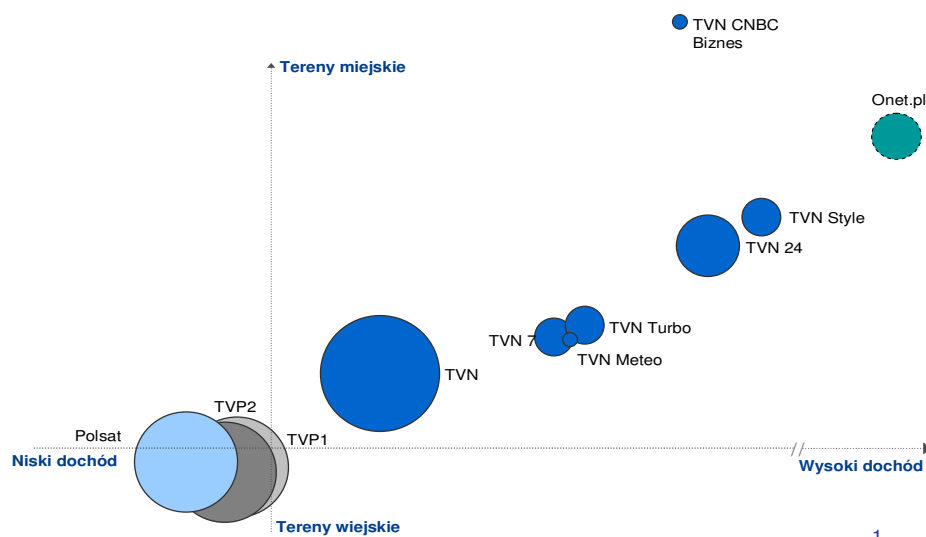
W miarę stabilnie nawet w przypadku spowolnienia gospodarczego powinien zachowywać się segment reklamy online. Reklama internetowa odnotowuje w ostatnich latach dynamiczny wzrost związany z coraz większą popularnością Internetu w społeczeństwie oraz rosnącą liczbą godzin spędzanych przez Polaków w sieci. W ślad za potencjalnymi klientami do sieci z innych mediów, głównie radia i prasy, podążają reklamodawcy. Tendencja ta wydaje się trwała i spodziewamy się, że segment internetowy wciąż będzie zyskiwał udziały w reklamowym torcie. Dlatego oczekujemy że przychody reklamowe segmentu reklamy online wzrosną w 2009 roku mimo spowolnienia o 25-30%.

Tempo wzrostu reklamy telewizyjnej i reklamy online w okresie prognozy



Źródło: szacunki DI BRE Banku SA

Profil widzów stacji Grupy TVN oraz najważniejszych konkurentów



Źródło: TVN za AGB Nielsen Media Research

...TVN lepszy od segmentu telewizyjnego...

Tak, jak segment telewizyjny powinien być stabilniejszy na tle całego rynku reklamy, tak TVN powinien zachowywać się lepiej w ramach całego segmentu reklamy telewizyjnej. Po pierwsze budżety reklamowe będą skupiać się w dużych stacjach dających gwarancję odbioru przez masowego klienta. Przykładowo w drugim kwartale trzy największe grupy telewizyjne: TVN, Polsat i telewizja publiczna zgromadziły przed telewizorami 83,5% całkowitej widowni. W tym samym czasie ich udział w wydatkach reklamowych netto wyniósł aż 93,6%. Po drugie kryterium doboru stacji przez reklamodawców będzie siła nabywczą statystycznego widza. Spośród czterech największych stacji, tj. TVP1, TVP2, Polsatu, TVN to właśnie widz tej ostatniej posiada największą siłę zakupową. W przypadku recesji widzowie telewizji publicznej czy Polsatu będą przedstawiali zerową bądź znikomą wartość dla reklamodawcy. W takiej sytuacji widzowie TVN staną się dużo cenniejsi dla reklamujących się firm mimo, że zmniejszy się ich siła nabywczą w stopniu porównywalnym co widzów pozostałych stacji. Nie bez znaczenia są też wyniki oglądalności notowane przez poszczególne stacje. Jeżeli w przyszłym roku spółce uda się utrzymać dobrą passę z bieżącego roku i powiększać liczbę widzów spadnie odczuwalny przez reklamodawców poziom cen reklam, co umożliwi większe podwyżki w porównaniu do konkurencji.

W przypadku Onetu sytuacja jest nieco inna. Wobec szybkiego wzrostu reklamy online rosla jego atrakcyjność dla nowych podmiotów. W rezultacie przychody portalu rosly wolniej od całego rynku i udział w segmencie reklamy typu display systematycznie malał. W przypadku ochłodzenia gospodarki Onet nadal powinien rozwijać się w tempie slabszym od rynku jednak luka pomiędzy nim, a rynkiem powinna się zacieśnić

... a mimo to spowolnienie wydaje się nieuchronne

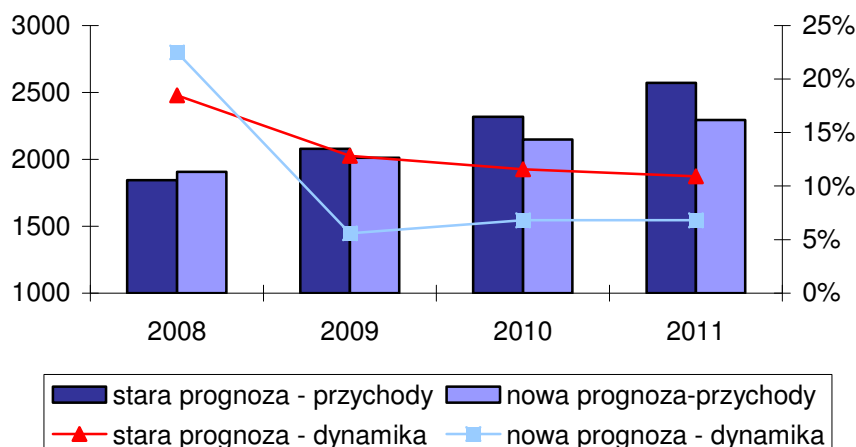
Ostatni komunikat Agory dotyczący segmentu reklamy prasowej i mówiący o ujemnej dynamice w drugiej połowie roku sięgającej nawet -5% utwierdza nas w przekonaniu, że albo stan polskiej gospodarki jest slabszy, niż przewiduje to konsensus, albo też telewizja poprzez ostatnie podwyżki spożytkowała już bufor bezpieczeństwa jakim było dla niej przejmowanie budżetów reklamowych z segmentu reklamy prasowej. W obu przypadkach wydaje się, że telewizja wyczerpała w dużym stopniu potencjał wzrostowy na przyszły rok i obniżenie dynamiki rynku reklamowego może być znaczące. W ostatnim czasie dotarły do nas sygnały, że ten pesymistyczny scenariusz coraz bardziej nabiera prawdopodobieństwa. Po nienajlepszym dla segmentu prasy i outdooru trzecim kwartale, w czwartym pojawią się najprawdopodobniej oznaki spowolnienia w segmencie telewizyjnym. TVN dzięki dobrej ramówce poprawiającej zdecydowanie wyniki oglądalności i tym samym obniżającej odczuwalny przez domy mediowe poziom cen najprawdopodobniej uchroni się jeszcze przed słabością rynku jednak od pierwszego kwartału przyszłego roku pojawią się naszym zdaniem trudności ze sprzedażą czasu reklamowego po wysokich cenach. Telewizja publiczna już teraz wystartowała z promocją tunelu cenowego, według którego przy odpowiednich procentowo w stosunku do całego budżetu wydatkach na reklamy wykupione według cennika spółka może sobie zagwarantować wzrost cen nie większy niż 15%, 6% i 2%, przy zachowaniu dotychczasowych rabatów i upustów. Warunkiem promocji jest odpowiedniej wielkości budżet oraz zwiększenie wydatków reklamowych rok do roku, co mocno ogranicza wydzwięk oferty w obliczu spowolnienia. Kolejne tego typu pomysły mogą jednak wywołać wojnę cenową pomiędzy stacjami, co z pewnością nie byłoby korzystne dla branży. Uwzględniając te czynniki prognozujemy, że tempo wzrostu segmentu reklamy telewizyjnej w przyszłym roku wyniesie 3% i utrzyma się w również w 2010 roku.

Prognozy wyników finansowych - rewizja

Mając na uwadze dobre perspektywy spółki w końcówce roku podnosimy nasze prognozy na 2008 rok dotyczące wzrostu przychodów Grupy z 18,5% do 22,5%. Jednocześnie przewidujemy, że ze względu na trudną sytuację na rynku długu korporacyjnego TVN nie zdecyduje się na skorzystanie z przysługującej opcji wcześniejszego wykupienia starych euroobligacji. Wiązać się to będzie z jednej strony z wyższym kosztem finansowania długu w okresie prognozy (wzrost całkowitego zadłużenia odsetkowego do około 1,35 mld PLN), z drugiej z brakiem w kosztach finansowych 2008 roku 30 mln PLN z tytułu jednorazowego odpisu kosztów emisji starego długu. Ponadto przyjmując założenia Zarządu Spółki zwiększamy kwotę straty jaką TVN poniesie w tym roku z tytułu swoich udziałów w ITI Neovision z 25 mln PLN do 45 mln PLN.

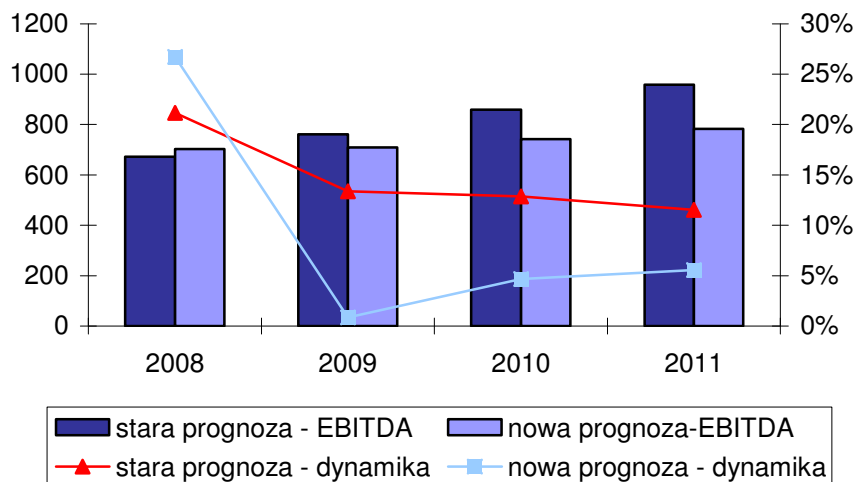
Jednocześnie zmieniamy swoje założenia odnośnie tempa wzrostu przychodów w przyszłych latach uwzględniających spowolnienie gospodarcze i ograniczenie budżetów reklamowych ze strony przedsiębiorstw.

Przychody Grupy TVN w starej i nowej prognozie w latach 2008-2011



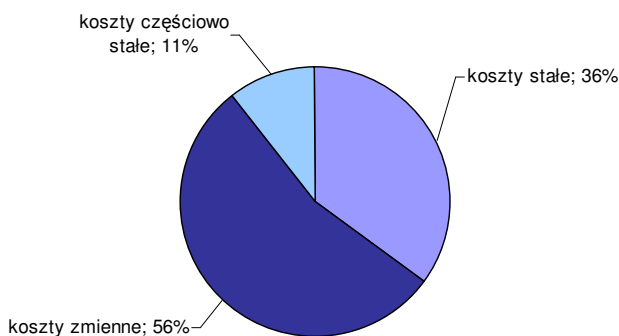
Źródło: opracowanie DI BRE Banku SA

EBITDA Grupy TVN w starej i nowej prognozie w latach 2008-2011



Źródło: opracowanie DI BRE Banku SA

Struktura kosztów Grupy Kapitałowej TVN



Źródło: TVN

Elastyczność po stronie kosztów

TVN szacuje, że ponad połowa jej kosztów jest kosztami zmiennymi, co może stwarzać wrażenie, że w przypadku znacznego spowolnienia gospodarczego spółce uda się uchronić marżę przed dużym spadkiem. Problemem jednak może być naszym zdaniem tempo dostosowania kosztów do zmniejszającej się dynamiki przychodów. Większość kosztów TVN ma charakter inwestycji. Wydatki pieniężne na licencję programowe oraz produkcję własną ponoszone są przed emisją natomiast samo księgowanie kosztów odbywa się poprzez amortyzację poniesionych wcześniej wydatków poprzez kolejne emisje. Oznacza to, że spółka będzie potrzebowała najprawdopodobniej 2-3 miesięcy na zamortyzowanie wcześniej poniesionych wydatków. Podobny okres może być naszym zdaniem potrzebny na dostosowanie do nowych warunków rynkowych kosztów zatrudnienia.

Drugą bardzo istotną kwestią jest stopień wrażliwości kosztów zmiennych na zmianę przychodów. W naszej opinii dużą elastycznością cieszą się przede wszystkim koszty marketingu i promocji, które najprawdopodobniej w razie potrzeby da się ściąć stosunkowo mocno. Podobne możliwości adaptacyjne istnieją w przypadku wynagrodzeń, gdyż znaczna część stanu zatrudnienia to pracownicy okresowi. Spora jest też elastyczność kosztów produkcji własnej, aczkolwiek możliwości zmniejszenia ich dynamiki uważamy za dużo mniejsze niż w przypadku kosztów marketingowych. Jednak część kosztów ma niewielkie możliwości dostosowania do dynamiki przychodów, przynajmniej w krótkim okresie. Dotyczy to



m.in amortyzacji licencji programowych, które są dodatkowo w przeważającej większości kosztami ponoszonymi w walutach obcych, co przy osłabiającym się polskim złotym redukuje możliwości ich ścięcia. Do kosztów niewrażliwych na dynamikę przychodów można poza amortyzacją zaliczyć koszty nadawania programów i koszty wynajmu, przy czym te drugie w przypadku dekonunktury czeka spadek związany z obniżaniem się stawek czynszowych, okres dostosowania w tym przypadku może być jednak stosunkowo długi. W konsekwencji tych wszystkich czynników uważamy, że mimo istniejącego pola do redukcji kosztów, cięcia mogą być niewystarczające by zrekompensować drastycznie malejącą dynamikę przychodów, co w naszym odczuciu przełoży się w najbliższych latach na zmniejszenie osiąganych marż operacyjnych.

Wycena

Podsumowanie wyceny TVN

	w mln PLN	cena za 9 m-cy	cena na jedną akcję	waga
Wycena metodą DCF	4221,4	4579,2	13,2	50%
Wycena porównawcza	4123,0	4472,4	12,9	50%
Średnia		4 525,8	13,0	

Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników TVN w okresie od 2008 do 2017 roku.
2. W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,3% (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. Redukujemy tempo wzrostu FCF po okresie prognozy z 4,0% do 3,0% co uwzględnia niższą dynamikę wzrostu po 2008 roku.
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 porównawczej nie uwzględniamy wpływu zmian wyceny opcji wcześniejszego wykupu obligacji.
8. Przy wycenie porównawczej sektora telewizyjnego stosujemy premię 10% e porównaniu do zagranicznych spółek telewizyjnych.

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		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
RTL Group		6,6	6,3	6,0	8,0	7,1	5,8
Mediaset					11,3	12,4	12,4
ProSiebenSat 1		6,6	6,7	6,5	2,8	2,8	2,6
ITV plc		7,6	7,9	7,2	10,2	11,3	9,1
Gestelevision Telecinco		4,1	5,4	5,4	5,9	7,8	7,7
TF1		8,6	7,4	8,6	14,2	11,1	14,2
Antena 3 de Television		5,3	8,0	8,1	7,8	12,2	12,0
Metropole Television		6,6	6,2	6,0	12,7	11,7	11,3
Maksimum		8,6	8,0	8,6	14,2	12,4	14,2
Minimum		4,1	5,4	5,4	2,8	2,8	2,6
Mediana		6,6	6,7	6,5	9,1	11,2	10,2
TVN	13,3	7,8	8,2	8,1	12,1	13,0	11,8
premia / dyskonto		19,1%	22,9%	23,3%	32,5%	16,1%	15,7%

Wycena porównawcza sektora produkcji telewizyjnej

Wycena implikowana wskaźnikiem	mIn PLN	waga
EV/EBITDA	3521,2	50%
P/E	3815,2	50%
Implikowana wycena segmentu telewizji	3668,2	

Poziomy wskaźnika EBITDA dla zagranicznych portali internetowych

	EV/EBITDA		
	2008	2009	2010
Yahoo! Inc	7,8	7,0	6,3
RealNetworks Inc	3,7	3,5	2,8
Baidu.com Inc	30,3	19,5	14,1
Amazon.com Inc	17,1	14,5	11,6
eBay	4,9	4,8	4,6
Google Inc	10,2	8,4	7,1
Maksimum	30,3	19,5	14,1
Minimum	3,7	3,5	2,8
Mediana	9,0	7,7	6,7

Wycena porównawcza Nowe Media

Wycena implikowana wskaźnikiem	mIn PLN	waga
EV/EBITDA	454,8	
Implikowana wycena segmentu	454,8	

Podsumowanie wyceny porównawczej

Wartość sektora	mIn PLN
Nadawanie i produkcja telewizyjna	3668,2
Nowe Media	454,8
Implikowana wycena Grupy TVN	4123,0



Model DCF

(mln PLN)	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2017+
Przychody ze sprzedaży	1 904,2	1 998,3	2 134,7	2 280,2	2 453,7	2 637,5	2 833,9	3 021,2	3 201,0	3 349,6	3424,4
zmiana	22,5%	4,9%	6,8%	6,8%	7,6%	7,5%	7,4%	6,6%	6,0%	4,6%	2,2%
EBITDA	702,3	696,0	728,4	769,0	801,4	826,2	842,1	842,5	835,7	827,0	812,8
marża EBITDA	36,9%	34,8%	34,1%	33,7%	32,7%	31,3%	29,7%	27,9%	26,1%	24,7%	23,7%
Amortyzacja	78,0	84,1	90,7	97,8	105,3	108,5	111,8	115,3	118,6	121,0	121,0
Opcje menedżerskie	44,0	40,0	44,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	624,3	611,9	637,7	671,3	696,1	717,7	730,3	727,2	717,1	706,0	691,8
marża EBIT	32,8%	30,6%	29,9%	29,4%	28,4%	27,2%	25,8%	24,1%	22,4%	21,1%	20,2%
Opodatkowanie EBIT	118,6	116,3	121,2	127,5	132,3	136,4	138,8	138,2	136,2	134,1	131,4
NOPLAT	505,7	495,6	516,5	543,7	563,8	581,3	591,5	589,1	580,9	571,9	560,4
CAPEX	-481,0	-437,8	-455,8	-157,3	-146,3	-155,7	-165,8	-175,5	-164,7	-121,0	-121,0
Kapitał obrotowy	-74,6	-21,7	-30,0	-31,8	-38,5	-40,9	-44,1	-42,5	-41,1	-34,0	-17,4
Pozostałe	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	72,0	160,2	165,4	452,3	484,4	493,2	493,4	486,4	493,6	537,8	542,9
WACC	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,8%
współczynnik dyskonta	98,3%	88,9%	80,4%	72,7%	65,7%	59,4%	53,7%	48,6%	43,9%	39,7%	39,6%
PV FCF	70,8	142,4	133,0	328,7	318,3	293,0	265,0	236,2	216,7	213,5	
WACC	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,8%
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%
Stopa wolna od ryzyka	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	5,8%
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%	19,0%
Dług netto / EV	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	0,0%
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,8%
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			3,0%	Analiza wrażliwości							
Wartość rezydualna (TV)			6 960,6	Wzrost FCF w nieskończoności							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)			2 758,4		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%		
Zdyskontowana wartość FCF w prognozie			2 217,8	WACC +1,0pp	10,1	10,7	11,4	12,2	13,4		
Wartość firmy (EV)			4 976,2	WACC +0,5pp	10,8	11,4	12,2	13,2	14,6		
Dług netto			683,6	WACC	11,5	12,2	13,2	14,4	16,0		
Inne aktywa nieoperacyjne			0,0	WACC -0,5pp	12,3	13,2	14,3	15,8	17,8		
Udziałowcy mniejszościowi			0,0	WACC -1,0pp	13,2	14,2	15,6	17,3	19,9		
wartość opcji menedżerskich			45,2								
Wartość firmy			4 247,4								
Liczba akcji (mln.)			349,4								
Wartość firmy na akcję (PLN)			12,2								
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego			8,5%								
Cena docelowa			13,2								
EV/EBITDA('08) dla ceny docelowej			7,1								
P/E('08) dla ceny docelowej			12,0								
Udział TV w EV			55%								

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	1 165,0	1 554,7	1 904,2	1 998,3	2 134,7	2 280,2	2 453,7
<i>zmiana</i>	35,4%	33,5%	22,5%	4,9%	6,8%	6,8%	7,6%
Przychody ze sprzedaży reklam	941,6	1 209,4	1 451,9	1 479,6	1 531,6	1 592,8	1 677,6
Inne przychody	223,4	345,3	452,3	518,7	603,1	687,4	776,1
Koszty sprzedanych produktów	816,6	1 072,7	1 279,9	1 386,4	1 497,0	1 608,9	1 757,6
amortyzacja licencji	112,3	123,7	137,6	157,6	171,1	186,3	204,7
koszty produkcji własnej	308,5	421,6	516,4	564,7	612,8	665,1	725,8
wynagrodzenia	74,3	127,9	161,0	171,3	186,0	201,8	219,5
koszty nadawania programów	43,8	49,8	53,2	57,0	61,0	64,6	69,1
amortyzacja	51,4	72,1	78,0	84,1	90,7	97,8	105,3
opcje menadżerskie	57,0	44,8	44,0	40,0	44,0	44,0	44,0
marketing i promocja	36,9	53,6	77,7	87,2	100,3	117,4	139,7
wynajem	23,8	20,5	22,1	24,1	17,3	3,8	4,2
opłata z tytułu praw autorskich	47,5	58,9	70,8	74,8	79,9	85,3	91,8
aktualizacja wartości należności	0,2	5,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
pozostałe	60,9	94,8	116,1	122,6	130,9	139,9	150,5
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	348,4	482,1	624,3	611,9	637,7	671,3	696,1
<i>zmiana</i>	36,1%	38,4%	29,5%	-2,0%	4,2%	5,3%	3,7%
<i>marża EBIT</i>	29,9%	31,0%	32,8%	30,6%	29,9%	29,4%	28,4%
Wynik na działalności finansowej	-14,2	-184,8	-106,3	-112,0	-121,7	-112,4	-101,5
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
udział w wyniku platformy 'n'	0,0	0,0	-45,0	-60,0	-30,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	334,2	297,3	473,0	439,9	486,0	558,9	594,6
Podatek dochodowy	-75,4	-53,9	-89,9	-83,6	-92,3	-106,2	-113,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	258,8	243,3	383,1	356,3	393,6	452,7	481,6
<i>zmiana</i>	23,7%	-6,0%	57,4%	-7,0%	10,5%	15,0%	6,4%
<i>marża</i>	22,2%	15,7%	20,1%	17,8%	18,4%	19,9%	19,6%
Amortyzacja	51,4	72,1	78,0	84,1	90,7	97,8	105,3
EBITDA	399,8	554,1	702,3	696,0	728,4	769,0	801,4
<i>zmiana</i>	35,7%	38,6%	26,7%	-0,9%	4,7%	5,6%	4,2%
<i>marża EBITDA</i>	34,3%	35,6%	36,9%	34,8%	34,1%	33,7%	32,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	343,5	347,3	349,4	349,4	349,4	349,4	349,4
EPS	0,8	0,7	1,1	1,0	1,1	1,3	1,4
CEPS	0,9	0,9	1,3	1,3	1,4	1,6	1,7
ROAE	31,7%	18,2%	24,6%	20,1%	20,0%	20,6%	19,6%
ROAA	17,8%	12,0%	16,6%	13,1%	12,8%	13,7%	14,3%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	2 578,7	2 744,9	3 666,9	3 878,3	4 142,1	4 446,9	4 767,2
Majątek trwały	1 958,7	2 099,5	2 527,3	2 893,7	3 272,0	3 344,9	3 403,5
Rzeczowe aktywa trwałe	196,0	250,2	512,1	742,0	979,3	1 018,1	1 044,7
Wartości niematerialne	1 642,2	1 697,3	1 838,4	1 962,2	2 089,9	2 110,8	2 125,1
Długoterminowe aktywa programowe	105,3	127,4	152,2	164,9	178,0	191,3	209,0
Inwestycje do sprzedaży	4,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Należności od jedn powiaz z obligacji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywo podatkowe	6,2	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Pozostałe aktywa trwałe	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5
Majątek obrotowy	620,0	645,4	1 139,6	984,6	870,1	1 102,0	1 363,6
Krótkoterminowe aktywa programowe	186,4	179,5	214,3	232,1	250,6	269,3	294,2
Należności z tytułu dostaw i usług	185,3	299,6	366,8	384,9	411,1	439,2	472,6
Pochodne instrumenty finansowe	128,1	24,3	24,3	24,3	24,3	24,3	24,3
Rozliczenia międzyokresowe	15,6	31,6	37,9	41,0	44,3	47,6	52,0
Należności podatkowe	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	104,6	110,4	496,4	302,2	139,7	321,5	520,4
(mln PLN)	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	2 578,7	2 735,8	3 666,9	3 878,3	4 142,1	4 446,9	4 767,2
Kapitał własny	1 237,2	1 429,8	1 691,2	1 856,0	2 071,5	2 327,3	2 582,6
Kapitał akcyjny	68,7	69,5	69,5	69,5	69,5	69,5	69,5
Kapitał z wyceny	77,1	86,8	86,8	86,8	86,8	86,8	86,8
Zysk z lat ubiegłych	1 091,4	1 273,5	1 534,9	1 699,7	1 915,2	2 171,0	2 426,3
Zobowiązania długoterminowe	1 017,6	957,0	1 568,3	1 584,9	1 602,0	1 619,4	1 642,5
Obligacje Senior Notes (9,5%)	841,9	790,4	1 369,5	1 369,5	1 369,5	1 369,5	1 369,5
Pochodne zobowiązania finansowe	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwa na podatek odroczoney	174,6	166,6	198,8	215,4	232,5	249,9	273,0
Zobowiązania długoterminowe	323,9	349,1	407,4	437,4	468,6	500,1	542,1
Zobowiązania handlowe	152,1	111,1	132,6	143,6	155,0	166,6	182,0
Odsetki od obligacji	3,6	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Zobowiązania podatkowe	52,7	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2
Pozostałe	115,5	191,4	228,3	247,3	267,0	287,0	313,5
Dług	845,4	794,0	1 372,8	1 372,8	1 372,8	1 372,8	1 372,8
Dług netto	740,8	683,6	876,4	1 070,6	1 233,1	1 051,3	852,4
(Dług netto / Kapitał własny)	59,9%	47,8%	51,8%	57,7%	59,5%	45,2%	33,0%
(Dług netto / EBITDA)	1,9	1,2	1,2	1,5	1,7	1,4	1,1
BVPS	3,6	4,1	4,8	5,3	5,9	6,7	7,4

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	535,2	365,5	570,0	607,2	623,2	648,4	673,1
EBITDA	399,8	554,1	702,3	696,0	728,4	769,0	801,4
Kapitał obrotowy	51,8	-126,7	-74,6	-21,7	-30,0	-31,8	-38,5
Padatek	-75,4	-53,9	-89,9	-83,6	-92,3	-106,2	-113,0
Rezerwy	159,0	-8,1	32,3	16,5	17,2	17,4	23,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-756,3	-209,3	-490,1	-437,9	-455,9	-157,4	-146,3
CAPEX	-120,6	-155,0	-481,0	-437,8	-455,8	-157,3	-146,3
Inwestycje kapitałowe	-1 242,7	-2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe (nie gotówkowe)	607,1	-51,4	-9,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	244,9	-150,4	351,1	-303,5	-299,9	-309,2	-327,8
Dług	-1,6	-51,7	579,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	439,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	-129,4	-121,7	-191,6	-178,2	-196,8	-226,3
Instrumenty pochodne	-29,3	102,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki zapłacone	-91,9	-84,1	-106,4	-130,1	-130,1	-130,1	-130,1
Odsetki otrzymane	8,3	12,0	5,0	18,1	8,4	17,7	28,6
Różnice kursowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-80,5	0,0	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	23,8	5,7	431,1	-134,2	-132,5	181,8	198,9
Środki pieniężne na koniec okresu	104,6	110,4	541,4	362,2	169,7	321,5	520,4
DPS (PLN)	0,0	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6
FCF	309,4	229,8	72,0	160,2	165,4	496,3	528,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	10,4%	10,0%	25,3%	21,9%	21,4%	6,9%	6,0%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	17,6	18,9	12,1	13,0	11,8	10,2	9,6
P/CE	14,7	14,6	10,0	10,5	9,6	8,4	7,9
P/BV	3,7	3,2	2,7	2,5	2,2	2,0	1,8
P/S	3,9	3,0	2,4	2,3	2,2	2,0	1,9
FCF/EV	5,8%	4,3%	1,3%	2,8%	2,8%	8,7%	9,6%
EV/EBITDA	13,2	9,5	7,8	8,2	8,1	7,4	6,8
EV/EBIT	15,2	11,0	8,8	9,3	9,2	8,5	7,9
EV/S	4,5	3,4	2,9	2,9	2,7	2,5	2,2
DYield	0,0%	2,8%	2,6%	4,1%	3,8%	4,2%	4,9%
Cena (PLN)							
Liczba akcji na koniec roku (mln)	343,5	347,3	349,4	349,4	349,4	349,4	349,4
MC (mln PLN)	4554,9	4604,8	4632,8	4632,8	4632,8	4632,8	4632,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	5 295,8	5 288,4	5 509,3	5 703,4	5 866,0	5 684,2	5 485,2



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.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
Dystrybutorzy IT, Sektor IT, media

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

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 księgową

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 księgową) - 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 stanowić 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	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2008-07-03	2008-08-13
kurs z dnia rekomendacji	17,18	19,04
WIG w dniu rekomendacji	40419,99	41457,96