

19 maja 2010

Aktualizacja raportu


**Media**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>17,00 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>17,00 PLN</b>
Kapitalizacja	5,79 mld PLN
Free float	2,33 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	21,91 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Strateurop International B.V.	52,99%
N-Vision B.V.	4,47%
Cadizin	2,36%
Pozostali	40,18%

**Strategia dotycząca sektora**

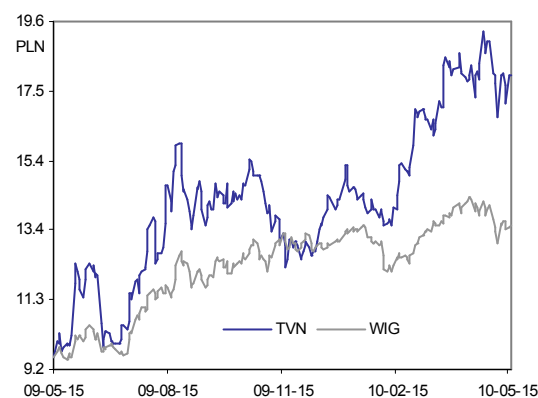
Rynek reklamowy po wielu tłustych latach przeżył w 2009 roku okres znacznego załamania. Wydatki reklamowe spadły w tym czasie o około 12%. Początek 2010 roku wskazuje na stopniową odbudowę budżetów reklamowych. Oczekujemy, że rynek reklamy wzrośnie w bieżącym roku o 3-4%.

**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 przejmie pełną kontrolę nad trzecią co do wielkości platformą cyfrową w kraju – 'n'.

**Ważne daty**

12.08— raport 2Q2010

**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)

## Rynek reklamy w dobrej kondycji

W pierwszym kwartale 2010 roku spółka po raz pierwszy od końca 2008 roku zanotowała pozytywną dynamikę przychodów reklamowych. Wpływy z reklamy wzrosły w tym okresie o 3,9%. W naszej opinii powyższy wzrost daje wyraźny sygnał o poprawie sytuacji na polskim rynku reklamowym i sądzimy, że mimo negatywnego wpływu kwietniowej tragedii i 9 –dniowej żałoby narodowej najbliższe dwa kwartały powinny przynieść dalszą poprawę sytuacji. W związku z powyższym zdecydowaliśmy się na podniesienie naszych prognoz dotyczących tegorocznego wzrostu przychodów reklamowych Grupy TVN z 4,6% do 6,1%. Jednocześnie z uwagi na wciąż istotne czynniki ryzyka bez zmian pozostawiamy prognozę wzrostu wpływów z reklamy na 2011 rok na poziomie 5,5%. Jednocześnie dokonujemy obniżenia prognozy tegorocznego wyniku osiągniętego przez segment płatnej telewizji. Podnosi to cenę docelową w naszej wycenie do poziomu 17,0 PLN na akcję (poprzednio 16,0 PLN). Z uwagi na fakt, że bieżąca wycena rynkowa spółki prawidłowo w naszym odczuciu dyskontuje szanse i zagrożenia płynące z otoczenia konkurencyjnego spółki **podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.**

**Wyniki 1Q2010**

Grupa TVN opublikowała dobre wyniki finansowe za pierwszy kwartał 2010 roku. Pewne negatywne zaskoczenie towarzyszyło rezultatom wypracowanym przez ITI Neovision, który mimo znacznego wzrostu bazy abonentów, a także korzystniejszemu otoczeniu walutowemu tylko w niewielkim stopniu poprawił wynik EBITDA (-25,1 mln PLN vs. -32,3 mln PLN przed rokiem). Wyniki segmentu telewizyjno-internetowego były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Jednocześnie wynik operacyjny TVN wyniósł za okres pierwszych trzech miesięcy roku 40,0 mln PLN, a wynik netto sięgnął 63,9 mln PLN.

**Wyniki 'n' a 40 mln EUR warunkowej płatności**

Słabe wyniki zanotowane przez platformę cyfrową 'n' skłoniły nas do dalszego obniżenia prognoz na bieżący rok dotyczących segmentu płatnej telewizji. Obecna prognoza przewiduje 31,8 mln PLN straty platformy na poziomie EBITDA (poprzednia zakładała 21,5 mln PLN straty). Uważamy, że prognoza wyższej straty mocno zwiększa prawdopodobieństwo niezrealizowania warunku zawieszającego płatność dla ITI dodatkowych 40,0 mln EUR za przejęty pakiet 49% akcji platformy, co naszym zdaniem neutralizuje wpływ słabszych wyników segmentu na wycenę Grupy TVN.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 897,3	2 123,4	2 485,0	2 718,1	3 008,6
EBITDA	711,4	794,8	661,0	784,2	946,9
marża EBITDA	37,5%	37,4%	26,6%	28,9%	31,5%
EBIT	631,9	612,1	432,0	540,6	708,0
Zysk netto	363,7	420,8	287,1	361,3	518,4
DPS	0,3	0,8	0,3	0,3	0,3
P/E*	16,3	13,8	35,1	23,7	14,4
P/CE	13,3	9,6	11,2	9,6	7,6
P/BV	3,6	4,5	4,6	3,8	3,0
EV/EBITDA	9,8	9,7	12,0	9,8	7,8

\* wskaźniki P/E skorygowane zostały o oczekiwane zyski z tytułu różnic kursowych

# Rynek reklamy w dobrej kondycji

## Sytuacja finansowa

### Wyniki 1Q2010

Wyniki TVN w pierwszym kwartale były słabsze od naszych oczekiwań ze względu na bardzo słaby wynik zanotowany przez platformę cyfrową 'n', która przyniosła 25,1 mln PLN straty EBITDA i 59,1 mln PLN straty operacyjnej (przy oczekiwanych przez nas odpowiednio 11,0 mln PLN i 38,0 mln PLN straty). Po skorygowaniu osiągnięć Grupy o słabszy wynik platformy wyniki były na poziomie operacyjnym zgodne z naszymi oczekiwaniami.

Pozytywnym aspektem opublikowanych wyników jest naszym zdaniem znaczna poprawa dynamiki przychodów reklamowych. Wpływy z reklam wzrosły w TVN w 1Q2010 o 3,9%, podczas gdy jeszcze w ostatnim kwartale 2009 roku ich spadek sięgał -9,1%. Szczególnie dużą poprawę zanotowały kanał TVN24 (wzrost przychodów z reklamy o 31,0%), Onet (+16,0%) oraz pozostałe kanały tematyczne (+15,0%). Nie zmieniły się natomiast w ujęciu r/r przychody reklamowe głównego kanału.

Negatywnym zaskoczeniem były natomiast przychody uzyskane z audiotele, co było spowodowane zmianami legislacyjnymi i wdrażanymi w związku z nimi zmianami w ofercie konkursowo-loteryjnej. W przypadku działalności audiotele kolejne kwartały powinny w części zrekompensować ubytek przychodów z początku roku.

### Wyniki Grupy TVN w 1Q2009 vs prognozy DIBRE

(mln PLN)	1Q2010	1Q2009	zmiana	1Q2010P	różnica	2010P	2009	zmiana
Przychody	548,4	435,1	26,0%	571,0	-4,0%	2485,0	2123,4	17,0%
EBITDA	98,1	201,5	-51,3%	112,5	-12,8%	661,0	794,8	-16,8%
marża	17,9%	46,3%	-	19,7%	-	26,6%	37,4%	-
EBIT	40,0	174,4	-77,0%	59,5	-32,7%	432,0	612,1	-29,4%
Zysk brutto	86,4	-43,3	-	98,0	-11,9%	301,1	380,8	-20,9%
Zysk netto	63,9	-29,1	-	109,3	-41,6%	287,1	420,8	-31,8%

Źródło: TVN, szacunki DI BRE Banku SA

Po stronie kosztowej działalności najbardziej widoczną zmianą jest znaczny wzrost kosztów wynagrodzeń, które zwiększyły się q/q o 32,9% do 65,1 mln PLN. Znaczący wzrost kosztów wynagrodzeń w raportowanym kwartale jest spowodowany przez zawiązanie rezerw urlopowych a także większych wydatków na ZUS. Inną grupą kosztową, która zwiększyła się w porównaniu do ubiegłego roku w sposób istotny i mocno przekroczyła nasze szacunki były koszty amortyzacji licencji programowych, które wzrosły z 33,0 mln PLN do 48,4 mln PLN. W konsekwencji wynik operacyjny TVN ukształtował się na poziomie 40,0 mln PLN, przy oczekiwanym przez nas 59,5 mln PLN.

### Struktura przychodów Grupy TVN w 1Q2010 według źródeł

(mln PLN)	1Q2010	1Q2009kor	zmiana
Przychody reklamowe	302,0	291,0	3,8%
Przychody ze sponsoringu	29,0	29,0	0,0%
Przychody z audiotele i teleshopingu	7,0	14,0	-50,0%
Opłaty od użytkowników Internetu	6,0	6,0	0,0%
Przychody z licencji programowych	44,0	46,0	-4,3%
Wpływ platformy 'n' na przychody	127,0	105,0	21,0%
Pozostałe	34,0	29,0	17,2%

Źródło: TVN

Saldo działalności finansowej sięgnęło -46,3 mln PLN. Głównymi pozycjami salda finansowego były koszty odsetkowe (-68,2 mln PLN) oraz różnice kursowe od zadłużenia zobowiązań warunkowych i aktywów (kwota netto 120,2 mln PLN).

Grupa zaksięgowała dość wysoki podatek dochodowy, który wyniósł 19,4 mln PLN. Ponieważ różnice kursowe nie stanowiły kosztu uzyskania przychodów, skorygowany wynik brutto Grupy był bliski zera. Z uwagi na fakt, że ITI Neovision stanowi oddzielną jednostkę jej znaczące straty nie były kompensowane z zyskami „starej” Grupy co wpłynęło na rozpoznanie znacząco wyższego podatku dochodowego, niż ten wynikający ze skorygowanego wyniku brutto Grupy. W konsekwencji zysk netto TVN wyniósł za pierwsze trzy miesiące roku 63,9 mln PLN.

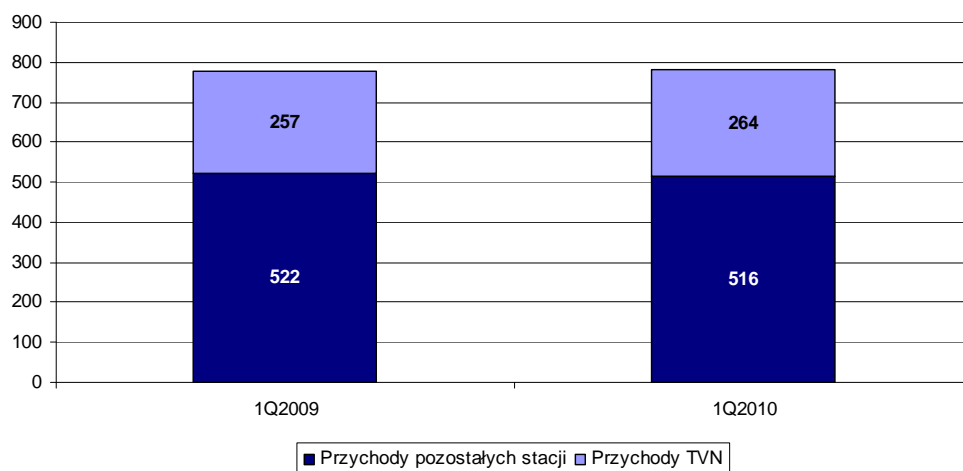
W ITI Neovision poza rozczarowującymi wynikami finansowymi platforma zanotowała wzrost liczby abonentów o 27,0 tys. do 724,0 tys. użytkowników. Średni miesięczny przychód na abonenta utrzymał się na poziomie z czwartego kwartału tj. 58,2 PLN.

## Perspektywy na przyszłość

### Rynek reklamowy i TVN a żałoba narodowa

Czynniki makroekonomiczne pozytywnie wpływające na rynek reklamowy wydają się przybierać na sile, czego dowodem jest mocna poprawa sytuacji w pierwszym kwartale (według danych Starlink rynek reklamy wzrósł o 0,2% po 9,1% spadku w 4Q2009). Tempo wzrostu drugiego kwartału może być naruszone przez 9-dniową żałobę narodową, która mocno ograniczyła skalę realizowanych kampanii reklamowych w tym okresie. Niemniej jednak wydaje nam się, że powstały w tym okresie ubytek przychodów reklamowych powinien w dużym stopniu zostać zrekompensowany przychodami w pozostałych miesiącach drugiego kwartału. Najprostsze będzie to na rynku prasowym, gdzie wolumen nie jest ograniczony (kwestia dodrukowania dodatkowych stron). W odniesieniu do telewizji, outdooru czy radia dojdzie prawdopodobnie do wzrostu współczynnika wyprzedania czasu/miejsca reklamowego i pewnej podwyżki cen. Pozytywnie na raportowaną dynamikę drugiego kwartału powinno też działać znaczące obniżenie bazy odniesienia (2Q2009 był okresem najgłębszych spadków wydatków reklamowych). W konsekwencji uważamy, że wzrost wartości rynku reklamowego w tym okresie powinien utrzymać się w przedziale 1,0-1,5%. W odniesieniu do TVN oczekujemy wzrostu przychodów reklamowych o około 4-6%. Zarząd TVN w ocenionych przez siebie jako ostrożne szacunkach spodziewa się w tym okresie 2-3% wzrostu wydatków na reklamę. Jednocześnie z uwagi na poprawę sytuacji na rynku reklamowym zarząd TVN podniósł swoje oczekiwania względem tegorocznego wzrostu swoich przychodów reklamowych z poziomu 2-3% do 4-5%. Naszym zdaniem prognoza ta również pozostaje konserwatywna. Uwzględniając poprawiający się sentyment podnosimy nasze prognozy wzrostu przychodów reklamowych w Grupie z 4,6% do 6,1%.

### TVN na rynku reklamy telewizyjnej w 1Q2010



Źródło: TVN

### Wyniki 'n' a 40 mln EUR warunkowej płatności

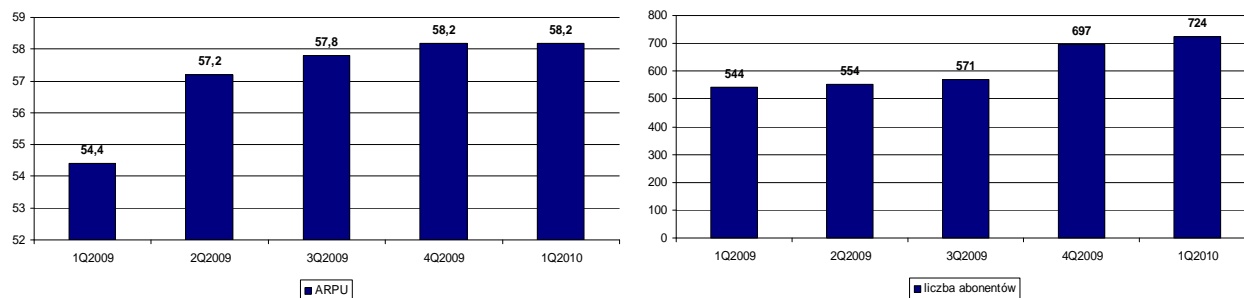
Na 188 mln EUR jakie TVN miał zapłacić ITI za pakiet 49% akcji platformy 'n' 40 mln EUR miało formę płatności warunkowej uzależnionej od uzyskania przez platformę w 2010 roku pozytywnej EBITDA bądź też wygenerowania pozytywnej EBITDA przez dwa kwartały z rzędu. Wobec kosztów rozwoju bazy abonenckiej jakie platformy cyfrowe ponoszą sezonowo w czwartym kwartale, uzyskanie pozytywnego wyniku EBITDA w tym okresie jest mało prawdopodobne i w związku z tym spełnienie warunku zawieszającego płatność 40 mln EUR w dużym stopniu zależy od uzyskania pozytywnej EBITDA w drugim kwartale (nie sądzimy by rentowność EBITDA w skali całego roku była osiągalna bez rentowności drugiego kwartału). Zarząd optymistycznie wypowiedział się na temat realności wypracowania zysku EBITDA w drugim kwartale. Jednocześnie zarząd TVN nie zdecydował się na ujawnienie struktury kosztów platformy w 1Q2010, co utrudnia weryfikację tej prognozy. Wydaje nam się, że na opublikowanych wynikach platformy mogły zaważyć czynniki o charakterze jednorazowym i z tego względu zarząd zachowuje optymizm w odniesieniu do planów rentowności w 2Q i 3Q2010. W innym przypadku sam wzrost bazy abonenckiej z pierwszego kwartału nie daje szans na osiągnięcie rentowności EBITDA w 2Q2010.



Zwracamy jednocześnie uwagę, że efekt ewentualnie słabszych tegorocznych wyników platformy będzie najprawdopodobniej amortyzowany przez implikowany przez nie brak warunkowej płatności za przejęty pakiet mniejszościowy 'n', co w ostatecznym rozrachunku może mieć pozytywny wpływ na finanse spółki.

Obniżamy naszą prognozę z -21,5 mln PLN na poziomie EBITDA do -31,8 mln PLN. W naszym odczuciu większa strata wygenerowana w tym roku wiązać się będzie z dużym prawdopodobieństwem z możliwością zatrzymania 40 mln EUR z rachunku escrow.

### Wyniki operacyjne platformy cyfrowej 'n'



Źródło: TVN

**Rachunek wyników TV+internet**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 554,7</b>	<b>1 897,3</b>	<b>1 795,4</b>	<b>1 901,7</b>	<b>2 008,3</b>	<b>2 187,7</b>	<b>2 402,7</b>
<i>zmiana</i>	33,5%	22,0%	-5,4%	5,9%	5,6%	8,9%	9,8%
Przychody ze sprzedaży reklam	1 223,4	1 475,3	1 306,3	1 386,9	1 462,8	1 609,4	1 798,7
Inne przychody	331,3	422,1	489,1	514,9	545,5	578,3	604,0
<b>Koszty sprzedanych produktów</b>	<b>1 074,3</b>	<b>1 265,4</b>	<b>1 257,7</b>	<b>1 300,0</b>	<b>1 385,5</b>	<b>1 491,8</b>	<b>1 618,0</b>
Amortyzacja licencji	123,7	122,9	120,6	120,6	126,1	136,2	149,6
Koszty produkcji własnej	421,6	506,7	474,0	486,6	511,2	552,3	603,8
Wynagrodzenia	127,9	168,6	178,3	184,7	195,0	210,7	230,4
Koszty nadawania programów	49,8	51,6	58,0	58,0	61,4	65,1	69,7
Amortyzacja	72,1	79,5	88,9	92,8	96,3	100,0	103,6
Opcje menadżerskie	44,8	40,1	30,0	29,0	46,2	48,5	50,9
Marketing i promocja	53,6	70,1	60,2	63,8	66,8	72,5	80,3
Wynajem	20,5	27,4	31,1	32,1	34,3	36,7	39,3
Opłata z tytułu praw autorskich	58,9	67,2	72,8	77,5	81,4	88,3	97,0
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	10,0	11,5	12,8	13,6
Pozostałe	82,3	98,2	100,3	101,3	105,4	111,7	117,3
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>537,7</b>	<b>601,8</b>	<b>622,8</b>	<b>695,9</b>	<b>784,7</b>
<i>zmiana</i>	137,9%	31,5%	-14,9%	11,9%	3,5%	11,7%	12,8%
<i>marża EBIT</i>	30,9%	33,3%	29,9%	31,6%	31,0%	31,8%	32,7%
Amortyzacja	72,1	79,5	88,9	92,8	96,3	100,0	103,6
<b>EBITDA</b>	<b>552,6</b>	<b>711,4</b>	<b>626,6</b>	<b>694,6</b>	<b>719,1</b>	<b>795,9</b>	<b>888,3</b>
<i>zmiana</i>	0,0%	28,7%	-11,9%	10,9%	3,5%	10,7%	11,6%
<i>marża EBITDA</i>	35,5%	37,5%	34,9%	36,5%	35,8%	36,4%	37,0%

**Rachunek wyników - platforma 'n'**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>104,8</b>	<b>260,9</b>	<b>455,4</b>	<b>653,0</b>	<b>782,3</b>	<b>894,1</b>	<b>969,1</b>
zmiana	0,2%	148,9%	74,6%	43,4%	19,8%	14,3%	8,4%
Przychody netto z aktywacji	23,5	30,7	30,7	69,9	80,3	89,5	95,5
Przychody netto z abonamentu i VOD	73,2	201,6	398,1	547,8	664,5	766,2	836,0
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	20,0	28,6	30,9	31,8	31,0
<b>Koszty sprzedanych produktów</b>	<b>305,6</b>	<b>519,9</b>	<b>720,7</b>	<b>822,8</b>	<b>864,6</b>	<b>882,0</b>	<b>902,8</b>
Amortyzacja licencji programowych	90,2	168,6	296,8	331,4	339,5	345,1	364,4
Pozostała amortyzacja	29,9	60,0	108,3	136,1	147,2	138,9	123,0
Koszty produkcji kanałów i audycji	58,9	88,0	98,5	105,4	110,7	114,0	117,4
Usługi marketingowe	46,9	67,0	70,4	77,4	80,5	83,7	87,1
Koszty dystrybucji	23,8	41,5	51,9	69,9	80,3	89,5	95,5
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	36,1	37,2	38,7	40,3
Podatki i opłaty	0,5	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4
Wynagrodzenia	20,4	30,2	30,5	34,2	35,9	37,7	39,6
Ubezpieczenia społeczne	2,8	4,2	4,2	4,7	4,8	5,1	5,3
Pozostałe	6,3	18,3	15,6	16,2	16,7	17,2	17,7
<b>EBIT</b>	<b>-200,8</b>	<b>-259,1</b>	<b>-265,3</b>	<b>-169,8</b>	<b>-82,2</b>	<b>12,1</b>	<b>66,4</b>
zmiana	267,8%	29,0%	2,4%	-36,0%	-51,6%	-114,7%	447,8%
marża EBIT	-191,6%	-99,3%	-58,2%	-26,0%	-10,5%	1,4%	6,8%
Wynik na działalności finansowej	-8,4	-173,0	23,9	-81,7	-58,1	-54,3	-102,3
<b>Zysk brutto</b>	<b>-209,2</b>	<b>-432,1</b>	<b>-241,4</b>	<b>-251,5</b>	<b>-140,3</b>	<b>-42,2</b>	<b>-35,9</b>
Podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>-209,2</b>	<b>-432,1</b>	<b>-241,4</b>	<b>-251,5</b>	<b>-140,3</b>	<b>-42,2</b>	<b>-35,9</b>
zmiana	173,8%	106,6%	-44,1%	4,2%	-44,2%	-69,9%	-14,8%
marża	-199,6%	-165,6%	-53,0%	-38,5%	-17,9%	-4,7%	-3,7%
Amortyzacja	29,9	60,0	108,3	136,1	147,2	138,9	123,0
<b>EBITDA</b>	<b>-170,9</b>	<b>-199,1</b>	<b>-156,9</b>	<b>-33,7</b>	<b>65,0</b>	<b>151,0</b>	<b>189,4</b>
zmiana	137,8%	16,5%	-21,2%	-78,5%	-293,0%	132,3%	25,4%
marża EBITDA	-163,1%	-76,3%	-34,5%	-5,2%	8,3%	16,9%	19,5%
liczba abonentów (w tys.)	272,0	500,0	697,0	800,0	856,0	898,8	916,8
ARPU (w PLN)	38,6	50,0	58,2	62,3	67,6	73,3	77,0



## Wycena

### Podsumowanie wyceny TVN

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	6 194,8	50%	
Wycena porównawcza	4 555,8	50%	
w tym			
segment telewizyjny	3 893,8		
na bazie wskaźnika P/E	3 017,2	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	4 770,4	50%	
Segment internetowy	661,9		
EV/EBITDA	661,9	100%	
Średnia	5 375,3		15,8
<b>na 1 akcję TVN</b>			<b>17,1</b>

### Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników TVN w okresie od 2010 do 2019 roku.
2. W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,9% (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 2009 roku.
8. W wycenie porównawczej nie uwzględniamy wpływu zmian wyceny opcji wcześniejszego wykupu obligacji.
9. W wycenie porównawczej pomijamy wpływ zysków na różnicach kursowych wynikających z rewaluacji walutowego zadłużenia Grupy.
10. Przy wycenie porównawczej stosujemy premię w porównaniu do zagranicznych spółek telewizyjnych do 5%.

### 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		
	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Central European Media	16,1	11,3	8,9	70,7	32,9	14,3
CTC Media Inc	11,2	9,2	7,6	16,7	14,2	12,1
RTL Group	10,1	9,1	7,3	16,2	14,5	12,6
Mediaset				16,8	14,0	12,2
ProSiebenSat 1	9,5	9,1	8,7	10,7	9,7	8,6
ITV plc	10,0	7,9	7,4	17,8	12,1	10,5
Gestevisión Telecinco	14,1	8,8	6,8	20,3	13,5	10,6
TF1	12,3	8,4	7,1	28,8	16,4	13,7
Antena 3 de Television	10,0	8,2	7,4	13,1	10,5	9,0
Metropole Television	7,8	7,3	6,7	16,8	15,3	14,0
Maksimum	16,1	11,3	8,9	70,7	32,9	14,3
Minimum	7,8	7,3	6,7	10,7	9,7	8,6
<b>Mediana</b>	<b>10,1</b>	<b>8,8</b>	<b>7,4</b>	<b>16,8</b>	<b>14,1</b>	<b>12,1</b>
TVN	17,0	<b>12,0</b>	<b>9,8</b>	<b>7,8</b>	<b>35,1</b>	<b>23,7</b>
premia / dyskonto		19,3%	12,1%	5,9%	109,0%	68,0%
				19,1%		

### Poziomy wskaźnika EBITDA dla zagranicznych portali internetowych

	EV/EBITDA		
	2010P	2011P	2012P
Yahoo! Inc	11,5	10,1	9,0
RealNetworks Inc	25,9	12,6	11,0
Baidu.com Inc	47,8	31,1	22,4
Amazon.com Inc	21,2	16,4	12,6
eBay	7,5	6,8	6,1
Google Inc	10,3	8,9	7,5
Maksimum	47,8	31,1	22,4
Minimum	7,5	6,8	6,1
<b>Mediana</b>	<b>16,3</b>	<b>11,4</b>	<b>10,0</b>



### Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 485,0</b>	<b>2 718,1</b>	<b>3 008,6</b>	<b>3 297,6</b>	<b>3 601,5</b>	<b>3 860,7</b>	<b>4 057,0</b>	<b>4 226,6</b>	<b>4 378,3</b>	<b>4 465,6</b>	
zmiana	17,0%	9,4%	10,7%	9,6%	9,2%	7,2%	5,1%	4,2%	3,6%	2,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>661,0</b>	<b>784,2</b>	<b>946,9</b>	<b>1 077,7</b>	<b>1 196,5</b>	<b>1 292,2</b>	<b>1 350,9</b>	<b>1 395,5</b>	<b>1 429,1</b>	<b>1 433,6</b>	
marża EBITDA	26,6%	28,9%	31,5%	32,7%	33,2%	33,5%	33,3%	33,0%	32,6%	32,1%	
Amortyzacja	229,0	243,6	238,8	226,7	206,4	196,4	193,3	191,7	194,0	194,0	
Opcje menedżerskie	29,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>EBIT</b>	<b>432,0</b>	<b>540,6</b>	<b>708,0</b>	<b>851,1</b>	<b>990,1</b>	<b>1 095,8</b>	<b>1 157,7</b>	<b>1 203,8</b>	<b>1 235,1</b>	<b>1 239,6</b>	
marża EBIT	17,4%	19,9%	23,5%	25,8%	27,5%	28,4%	28,5%	28,5%	28,2%	27,8%	
Opodatkowanie EBIT	82,1	102,7	134,5	161,7	188,1	208,2	220,0	228,7	234,7	235,5	
<b>NOPLAT</b>	<b>350,0</b>	<b>437,9</b>	<b>573,5</b>	<b>689,4</b>	<b>802,0</b>	<b>887,6</b>	<b>937,7</b>	<b>975,0</b>	<b>1 000,4</b>	<b>1 004,1</b>	
CAPEX	-1 017,0	-268,1	-268,2	-254,6	-256,9	-248,4	-242,9	-236,1	-228,7	-194,0	
Kapitał obrotowy	-246,5	-37,5	-46,7	-46,5	-58,7	-42,4	-32,1	-27,7	-24,8	-26,5	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>-655,5</b>	<b>375,8</b>	<b>497,4</b>	<b>614,9</b>	<b>692,8</b>	<b>793,2</b>	<b>856,0</b>	<b>903,0</b>	<b>940,9</b>	<b>977,6</b>	<b>1 002,1</b>
WACC	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	
współczynnik dyskonta	94,8%	86,5%	78,9%	72,0%	65,7%	60,0%	54,7%	49,9%	45,6%	41,6%	
PV FCF	-621,4	325,1	392,6	442,8	455,2	475,6	468,4	450,8	428,6	406,4	

<b>WACC</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>10,9%</b>
Koszt długu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
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	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
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%	<b>Analiza wrażliwości</b>					
Wartość rezydualna (TV)	11 929,5	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 958,5	<b>0,5%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,5%</b>	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	3 224,1	WACC +1,0pp	14,2	15,2	16,4	17,8	19,7
Wartość firmy (EV)	8 182,7	WACC +0,5pp	15,4	16,5	17,9	19,7	21,9
Dług netto	1 888,0	WACC	16,8	18,1	<b>19,7</b>	21,8	24,5
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	18,3	19,8	21,7	24,1	27,4
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -1,0pp	19,9	21,7	24,0	26,9	31,0
Wartość opcji menedżerskich	99,9						
Wartość firmy	6 194,8						
Liczba akcji (mln.)	340,4						
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>18,2</b>						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%						
<b>Cena docelowa</b>	<b>19,7</b>						
EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej	12,4						
P/E(*10) dla ceny docelowej	23,3						
Udział TV w EV	61%						



## Rachunek wyników

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 897,3</b>	<b>2 123,4</b>	<b>2 485,0</b>	<b>2 718,1</b>	<b>3 008,6</b>	<b>3 297,6</b>	<b>3 601,5</b>
<i>zmiana</i>	22,0%	11,9%	17,0%	9,4%	10,7%	9,6%	9,2%
Przychody ze sprzedaży reklam	1 475,3	1 307,5	1 386,9	1 462,8	1 609,4	1 798,7	2 010,1
Inne przychody	422,1	815,9	1 098,2	1 255,4	1 399,2	1 498,9	1 591,4
<b>Koszty sprzedanych produktów</b>	<b>1 265,4</b>	<b>1 511,3</b>	<b>2 053,0</b>	<b>2 177,5</b>	<b>2 300,5</b>	<b>2 446,6</b>	<b>2 611,4</b>
Amortyzacja licencji	122,9	167,5	173,0	179,4	190,6	207,6	227,4
Koszty produkcji własnej	506,7	473,1	486,6	511,2	552,3	603,8	669,6
Opłaty za dostarczanie kontentu	0,0	180,9	243,7	250,0	255,2	270,5	285,2
Wynagrodzenia	168,6	195,5	218,9	230,9	248,4	270,0	298,2
Koszty nadawania programów	51,6	97,3	115,9	122,3	127,8	134,3	141,1
Amortyzacja	79,5	182,7	229,0	243,6	238,8	226,7	206,4
Opcje menadżerskie	40,1	21,7	29,0	46,2	48,5	50,9	53,5
Marketing i promocja	70,1	107,5	141,2	147,3	156,2	167,4	182,0
Wynajem	27,4	45,8	45,1	47,6	50,3	53,8	57,4
Opłata z tytułu praw autorskich	67,2	79,7	77,5	81,4	88,3	97,0	106,6
Koszty sprzedanych towarów i usług	30,9	35,7	43,6	49,9	57,1	62,5	67,1
Aktualizacja wartości należności	2,3	7,3	9,9	11,5	12,8	13,6	14,4
Pozostałe	98,2	192,5	239,6	256,2	274,3	288,6	302,6
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	-276,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>631,9</b>	<b>612,1</b>	<b>432,0</b>	<b>540,6</b>	<b>708,0</b>	<b>851,1</b>	<b>990,1</b>
<i>zmiana</i>	31,5%	-3,1%	-29,4%	25,1%	31,0%	20,2%	16,3%
<i>marża EBIT</i>	33,3%	28,8%	17,4%	19,9%	23,5%	25,8%	27,5%
Wynik na działalności finansowej	-184,3	-231,3	-130,9	-122,1	-95,7	-170,0	-143,5
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Udział w wyniku platformy 'n'	-94,4	-39,4	0,0	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>447,6</b>	<b>380,8</b>	<b>301,1</b>	<b>418,5</b>	<b>612,4</b>	<b>681,0</b>	<b>846,6</b>
Podatek dochodowy	-83,9	-34,6	-38,6	-57,2	-94,0	-129,4	-160,8
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	-74,7	-24,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>363,7</b>	<b>420,8</b>	<b>287,1</b>	<b>361,3</b>	<b>518,4</b>	<b>551,6</b>	<b>685,7</b>
<i>zmiana</i>	50,4%	15,7%	-31,8%	25,9%	43,5%	6,4%	24,3%
<i>marża</i>	19,2%	19,8%	11,6%	13,3%	17,2%	16,7%	19,0%
Amortyzacja	79,5	182,7	229,0	243,6	238,8	226,7	206,4
<b>EBITDA</b>	<b>711,4</b>	<b>794,8</b>	<b>661,0</b>	<b>784,2</b>	<b>946,9</b>	<b>1 077,7</b>	<b>1 196,5</b>
<i>zmiana</i>	28,7%	11,7%	-16,8%	18,6%	20,7%	13,8%	11,0%
<i>marża EBITDA</i>	37,5%	37,4%	26,6%	28,9%	31,5%	32,7%	33,2%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	349,4	340,4	340,4	340,4	340,4	340,4	340,4
EPS	1,0	1,2	0,8	1,1	1,5	1,6	2,0
CEPS	1,3	1,8	1,5	1,8	2,2	2,3	2,6
ROAE	23,6%	28,7%	22,6%	25,9%	29,8%	25,7%	26,4%
ROAA	15,7%	13,4%	7,7%	9,7%	13,7%	14,5%	17,7%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>3 753,2</b>	<b>4 983,5</b>	<b>5 130,6</b>	<b>5 331,3</b>	<b>5 659,2</b>	<b>5 605,0</b>	<b>6 188,4</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>2 551,8</b>	<b>3 720,7</b>	<b>3 711,0</b>	<b>3 750,3</b>	<b>3 794,2</b>	<b>3 839,5</b>	<b>3 909,5</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	347,4	798,8	822,2	838,1	857,2	875,4	908,2
Wartości niematerialne	1 703,1	2 559,9	2 583,3	2 591,9	2 602,2	2 612,0	2 629,6
Długoterminowe aktywa programowe	154,7	158,9	241,9	256,5	271,0	288,2	307,6
Inwestycje do sprzedaży	7,6	138,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności od jedn. powiąz. z obligacji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywo podatkowe	34,5	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1
Pozostałe aktywa trwałe	184,3	5,6	5,6	5,7	5,7	5,8	5,8
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>1 201,4</b>	<b>1 262,8</b>	<b>1 419,6</b>	<b>1 581,0</b>	<b>1 865,0</b>	<b>1 765,5</b>	<b>2 279,0</b>
Krótkoterminowe aktywa programowe	192,7	230,7	264,9	281,0	296,9	315,7	337,0
Należności z tytułu dostaw i usług	305,8	322,5	400,3	437,9	484,7	531,2	590,1
Pochodne instrumenty finansowe	149,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	51,3	81,1	83,2	88,3	87,0	92,5	98,7
Należności podatkowe	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	500,5	381,7	671,1	773,8	996,5	826,1	1 253,2
<b>(mln PLN)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>3 753,2</b>	<b>4 983,5</b>	<b>5 130,6</b>	<b>5 331,3</b>	<b>5 659,2</b>	<b>5 605,0</b>	<b>6 188,4</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 647,0</b>	<b>1 285,2</b>	<b>1 259,4</b>	<b>1 534,6</b>	<b>1 944,5</b>	<b>2 340,7</b>	<b>2 860,9</b>
Kapitał akcyjny	69,9	68,1	68,1	68,1	68,1	68,1	68,1
Akcje własne	-37,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe kapitały	738,0	571,8	212,1	212,1	212,1	212,1	212,1
Kapitał z wyceny	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk z lat ubiegłych	876,5	1 005,0	979,2	1 254,4	1 664,3	2 060,5	2 580,7
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>1 637,9</b>	<b>3 022,9</b>	<b>3 245,1</b>	<b>3 134,7</b>	<b>3 023,6</b>	<b>2 531,6</b>	<b>2 547,7</b>
Obligacje Senior Notes (9,5%)	1 354,0	2 088,1	2 793,2	2 675,6	2 558,0	2 058,0	2 058,0
Pozostałe kredyty	109,9	544,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	8,3	233,6	233,6	233,6	233,6	233,6	233,6
Rezerwa na podatek odroczoney	165,7	156,5	218,2	225,5	231,9	240,0	256,1
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>468,3</b>	<b>675,5</b>	<b>626,2</b>	<b>662,0</b>	<b>691,1</b>	<b>732,8</b>	<b>779,8</b>
Zobowiązania handlowe	141,9	286,9	235,7	250,0	264,1	280,9	299,8
Kredyt w rachunku	48,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki od obligacji	7,7	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0
Zobowiązania podatkowe	40,6	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
Pozostałe	229,5	353,6	355,5	377,0	392,0	416,9	445,0
Dług	1 516,0	2 654,8	2 815,2	2 697,6	2 580,0	2 080,0	2 080,0
Dług netto	1 015,5	1 888,0	2 144,1	1 923,8	1 583,5	1 253,9	826,8
(Dług netto / Kapitał własny)	61,7%	146,9%	170,3%	125,4%	81,4%	53,6%	28,9%
(Dług netto / EBITDA)	1,4	2,4	3,2	2,5	1,7	1,2	0,7
BVPS	4,7	3,8	3,7	4,5	5,7	6,9	8,4



## Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>603,4</b>	<b>680,2</b>	<b>462,3</b>	<b>696,8</b>	<b>812,6</b>	<b>909,9</b>	<b>993,1</b>
EBITDA	711,4	794,8	661,0	784,2	946,9	1 077,7	1 196,5
Kapitał obrotowy	-23,2	130,5	-246,5	-37,5	-46,7	-46,5	-58,7
Podatek	-83,9	-34,6	-38,6	-57,2	-94,0	-129,4	-160,8
Rezerwy	-0,9	-9,2	61,7	7,3	6,4	8,0	16,2
Pozostałe	0,0	-276,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-494,5</b>	<b>-1 618,2</b>	<b>-96,9</b>	<b>-268,2</b>	<b>-268,2</b>	<b>-254,7</b>	<b>-256,9</b>
CAPEX	-156,3	-329,0	-265,0	-268,1	-268,2	-254,6	-256,9
Inwestycje kapitałowe	-323,8	-186,0	-69,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe (nie gotówkowe)	-14,4	-1103,2	237,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>281,2</b>	<b>819,2</b>	<b>-76,0</b>	<b>-325,9</b>	<b>-321,7</b>	<b>-825,5</b>	<b>-309,0</b>
Dług	568,0	1 183,2	160,5	-117,6	-117,6	-500,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-120,9	-262,6	-105,5	-86,1	-108,4	-155,5	-165,5
Instrumenty pochodne	-125,6	149,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki zapłacone	-120,7	-198,3	-295,0	-287,7	-275,1	-221,2	-221,2
Odsetki otrzymane	0,0	22,9	41,6	48,0	61,8	51,2	77,7
Różnice kursowe	0,0	60,0	122,4	117,6	117,6	0,0	0,0
Pozostałe	80,4	-136,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>390,1</b>	<b>-118,8</b>	<b>289,4</b>	<b>102,7</b>	<b>222,7</b>	<b>-170,4</b>	<b>427,1</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	500,5	381,7	671,1	773,8	996,5	826,1	1 253,2
DPS (PLN)	0,3	0,8	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5
FCF	453,6	376,4	96,5	422,0	545,9	665,8	746,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	8,2%	24,3%	10,7%	9,9%	8,9%	7,7%	7,1%

## Wskaźniki rynkowe

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
P/E	16,3	13,8	35,1	23,7	14,4	10,5	8,4
P/CE	13,3	9,6	11,2	9,6	7,6	7,4	6,5
P/BV	3,6	4,5	4,6	3,8	3,0	2,5	2,0
P/S	3,1	2,7	2,3	2,1	1,9	1,8	1,6
FCF/EV	6,5%	4,9%	1,2%	5,5%	7,4%	9,5%	11,3%
EV/EBITDA	9,8	9,7	12,0	9,8	7,8	6,5	5,5
EV/EBIT	11,0	12,5	18,4	14,3	10,4	8,3	6,7
EV/S	3,7	3,6	3,2	2,8	2,4	2,1	1,8
DYield	2,0%	4,5%	1,8%	1,5%	1,9%	2,7%	2,9%
<b>Cena (PLN)</b>							
Liczba akcji na koniec roku (mln)	349,4	340,4	340,4	340,4	340,4	340,4	340,4
MC (mln PLN)	5939,5	5786,5	5786,5	5786,5	5786,5	5786,5	5786,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	6 955,0	7 674,5	7 930,6	7 710,3	7 370,0	7 040,4	6 613,3



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

#### Analicycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, 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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

#### 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  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.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 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 dzieleny 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 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.

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	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2009-08-25	2009-09-04	2009-11-04	2009-11-09	2009-11-10	2009-12-02	2010-02-22
kurs z dnia rekomendacji	15,96	13,40	13,87	14,10	13,65	12,55	15,30
WIG w dniu rekomendacji	38744,26	36009,43	37391,24	38524,56	39683,10	39905,57	38586,52