

22 lutego 2010

Aktualizacja raportu


Media
Polska

Cena bieżąca	15,38 PLN
Cena docelowa	16,00 PLN
Kapitalizacja	5,24 mld PLN
Free float	2,10 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	18,32 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

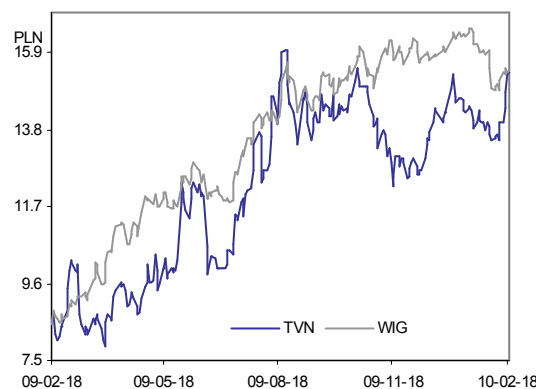
Rynek reklamowy po wielu tłustych latach przeżywa okres znacznego załamania. Wydatki reklamowe w trzecim kwartale 2009 roku spadły o ponad 13%, a w całym roku oczekujemy utrzymania 12% ujemnej dynamiki rynku.

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

Ważne daty

13.05— raport 1Q2010

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)

Czekając na odbicie w reklamie

W czwartym kwartale 2009 roku spółka zanotowała około 9% spadek przychodów reklamowych. Również w pierwszym kwartale 2010 roku ze względu na wysoką bazę odniesienia ta grupa przychodów będzie jeszcze notowała ujemną dynamikę. Coraz więcej czynników wskazuje jednak, że począwszy od drugiego kwartału powinniśmy być świadkami powolnej odbudowy budżetów reklamowych, które przełożą się na wzrost wartości rynku reklamowego w skali całego roku. Skorygowaliśmy w górę nasze założenia dotyczące tegorocznych dynamik rynku reklamowego oraz jego poszczególnych segmentów. Jednocześnie zdecydowaliśmy się obniżyć nasze oczekiwania wzrostu liczby abonentów i poprawy wyników w platformie cyfrowej 'n'. W rezultacie podnosimy naszą cenę docelową z 14,6 PLN do 16,0 PLN. Wzrost notowań akcji TVN jaki miał miejsce od naszej ostatniej rekomendacji dyskontuje naszym zdaniem pozytywny scenariusz dla rynku reklamowego na ten rok. W związku z powyższym obniżamy naszą rekomendację z kupuj do trzymaj.

Wyniki 4Q2009

TVN opublikował bardzo dobre wyniki finansowe za czwarty kwartał 2009 roku. Na ich wartość w dużym stopniu wpływ miały jednorazowe, niegotówkowe wydarzenia (około 165 mln PLN), jednak nawet z ich pominięciem osiągnięte przez TVN rezultaty były powyżej naszych oczekiwań (137,5 mln PLN vs 98,4 mln PLN prognozy na poziomie wyniku operacyjnego). Głównymi źródłami poprawy wyników w spółce były duże cięcia kosztów w segmencie telewizyjnym i internetowym (około 21 mln PLN) oraz nieco mniejsze od naszych prognoz spadki przychodów reklamowych (-9,1%).

Prognozy dla rynku reklamowego w 2010 roku

Stopniowo podnoszone prognozy makroekonomiczne wskazują, że tegoroczny wzrost PKB sięgnie około 2-2,5%. Dodatkowo korzystniejszy powinien być jego skład z mniejszym udziałem eksportu netto i większym konsumpcji. Skłania nas to do podniesienia tegorocznych prognoz wzrostu rynku reklamowego do 3%, przy czym segmenty, na które TVN posiada ekspozycję (telewizja, internet) rozwijać się będą w tempie przekraczającym wzrost rynku (odpowiednio 4% i 16%).

Obniżone oczekiwania względem 'n'

Zarząd TVN odniósł się do wcześniejszych prognoz dotyczących tempa wzrostu bazy abonenckiej w platformie cyfrowej 'n' oraz średniego przychodu na abonenta przez nią generowanego, obniżając ich wartość. Obecna prognoza liczby abonentów na koniec 2010 roku wynosi 870 tys. (poprzednio 1017 tys.), a prognoza ARPU 60 PLN (poprzednio 74,3 PLN). Korekta jest zgodna z naszymi założeniami. W poprzednim raporcie zakładaliśmy 820 tys. użytkowników 'n' na koniec 2010 roku, przy ARPU na poziomie 62,6 PLN.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 897,3	2 123,4	2 472,8	2 691,1	2 975,4
EBITDA	711,4	794,8	659,3	769,3	927,1
marża EBITDA	37,5%	37,4%	26,7%	28,6%	31,2%
EBIT	631,9	612,1	430,3	525,7	688,3
Zysk netto	363,7	420,8	284,7	348,7	501,2
DPS	0,3	0,8	0,3	0,3	0,3
P/E*	14,8	12,4	32,3	22,7	13,6
P/CE	12,1	8,7	10,2	8,8	7,1
P/BV	3,3	4,1	4,2	3,4	2,7
EV/EBITDA	9,0	9,0	11,2	9,3	7,4

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

W oczekiwaniu na odbicie rynku reklamowego

Sytuacja finansowa

Wyniki 4Q2009 – lepiej nawet z pominięciem jednorazowych wydarzeń

Wyniki TVN w czwartym kwartale były znacznie lepsze od naszych oczekiwań ze względu na dużo wyższy, niż zakładany przez nas odpis zobowiązania z tytułu zapłaty warunkowej (łącznie około 165 mln PLN). Pomijając jego efekt, wyniki nadal kształtowały się powyżej naszych prognoz.

Przychody spółki wzrosły w ujęciu r/r o 16,5% do 680,4 mln PLN i były o 6,4% wyższe od naszych szacunków. Głównym źródłem odchylenia na przychodach były wyższe obroty platformy „n”, które przekroczyły nasze oczekiwania o około 14 mln PLN. Istotniejsze dla oceny długoterminowych perspektyw spółki wydaje nam się jednak odchylenie pochodzące z lepszego od naszych oczekiwań rynku reklamowego (wyższe o 8,7 mln PLN przychody reklamowe). Przekroczenie prognozy obrotów częściowo wynika również z wyższych przychodów Mango Media (zakładaliśmy płaską dynamikę sprzedaży towarów i usług, a nastąpił wzrost o 8,6 mln PLN).

Pomimo wysokich przychodów platformy „n”, jej wyniki są źródłem jedyne negatywnego zaskoczenia w wynikach Grupy. Strata na poziomie EBITDA sięgnęła 58,6 mln PLN (84,7 mln PLN straty operacyjnej), przy 45 mln PLN straty prognozowanej. Wysokie straty platformy zostały zrekompensowane przez duże cięcia kosztów w segmencie nadawania telewizyjnego i w segmencie online. Spółka zmieniła dotychczasowy sposób prezentacji kosztów, jednak z naszych wyliczeń wynika, że cięcia kosztów w tych segmentach sięgnęły 30 mln PLN, głównie w zakresie kosztów programowych (około 21 mln PLN), wynagrodzeń (2 mln PLN) i amortyzacji (2 mln PLN). Ostatecznie wynik operacyjny skorygowany o odpisane zobowiązanie wyniósł około 137,5 mln PLN (vs. 98,4 mln PLN naszej prognozy).

Wyniki Grupy TVN w 4Q2009 vs prognozy DIBRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	4Q2009	4Q2009kor	4Q2008	zmiana	4Q2009P	Różnica vs 4Q2009 kor
Przychody	680,4	680,4	584,2	16,5%	639,2	6,4%
EBITDA	354,0	188,7	240,1	-21,4%	155,4	21,4%
marża	52,0%	27,7%	41,1%	-	24,3%	-
EBIT	302,8	137,5	219,1	-37,3%	98,4	39,7%
Zysk brutto	204,2	38,9	124,1	-68,6%	7,8	398,5%
Zysk netto	242,7	77,4	101,2	-23,5%	14,3	440,7%

Źródło: TVN, szacunki DI BRE Banku SA, PAP

Saldo działalności finansowej sięgnęło -98,5 mln PLN, przy -90,6 mln PLN naszych prognoz. Głównymi pozycjami salda finansowego były koszty odsetkowe (-60,7 mln PLN) i koszty wcześniejszego wykupu obligacji (-62,9 mln PLN), na które składała się premia za wcześniejszy wykup (-27,9 mln PLN) oraz niezamortyzowane, odpisane koszty emisji wykupionych obligacji (-35,1 mln PLN). Na różnicach kursowych spółka rozpoznawała około 27,2 mln PLN zysku. Spółka zaksięgowwała zwrot podatku dochodowego w wysokości 0,6 mln PLN wobec oczekiwanego przez nas zapłaconego podatku w kwocie 1,5 mln PLN. Ze względu na wyższą od oczekiwań stratę operacyjną platformy „n” oraz brak różnic kursowych, które według naszych oczekiwań miały poprawić wynik netto platformy, zdecydowanie wyższa od naszych wcześniejszych założeń była też strata netto akcjonariuszy mniejszościowych. Sięgnęła ona 37,8 mln PLN, przy oczekiwanych przez nas 8,0 mln PLN. W rezultacie wynik netto TVN za 4Q2009 sięgnął 242,7 mln PLN, a po skorygowaniu o niegotówkowe jednorazowe wydarzenia wyniósł 77,4 mln PLN.

Podsumowując, wyniki TVN oceniamy jako bardzo dobre, nawet pomijając sprzyjający efekt wydarzeń jednorazowych. Do pozytywnych informacji płynących z wyników zaliczamy nieco lepszą kondycję rynku reklamowego (jednocyfrowy spadek przychodów reklamowych) oraz znaczące cięcia kosztów. In minus można ocenić wyniki platformy „n”. Zaznaczyć należy jednak, że słabszy wynik „n” ma raczej charakter jednorazowy (wyższe koszty dynamicznego rozwoju bazy abonentów w czwartym kwartale). Osiągnięte przychody dają nadzieję, że plan osiągnięcia rentowności EBITDA jest rzeczywiście w zasięgu spółki. Natomiast cięcia kosztów w segmencie telewizyjnym, wobec słabości konkurencji (znaczące problemy finansowe TVP), mogą znaleźć swoją kontynuację w kolejnych kwartałach (choć prawdopodobnie nie w takiej skali, jak w 4Q2009).

Perspektywy na przyszłość

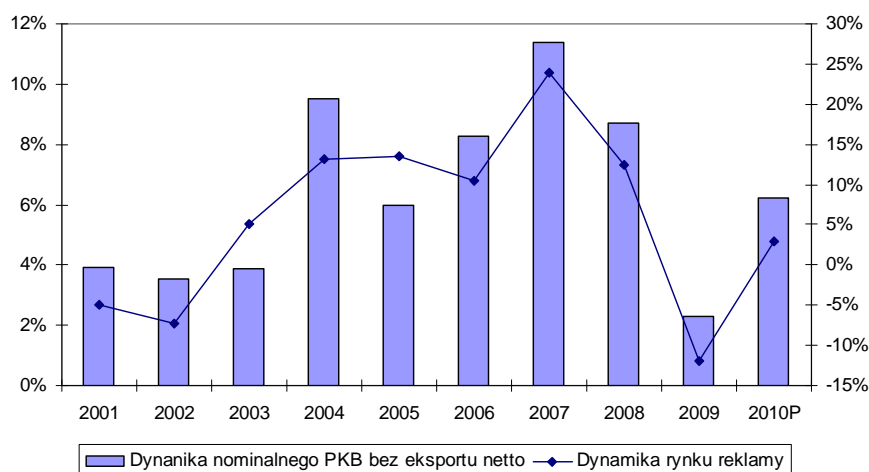
Rynek reklamowy w 2010 roku

Po bardzo trudnym dla branży reklamowej 2009 roku wiele czynników wskazuje na to, że 2010 rok stanowić będzie okres wybicia dla rynku reklamowego.

Prognozy makroekonomiczne przewidują, że po wąłym wzroście w 2009 roku, który wyniósł około 1,4%, polska gospodarka przyspieszy w tym roku osiągając dynamikę na poziomie 2,5-3%. Dużo korzystniejszy dla rynku reklamowego ma być też skład produktu krajowego, w którym w większym stopniu ma partycypować konsumpcja, a w mniejszym eksport netto. Czynnikiem negatywnie wpływającym na dynamikę rynku może być niższa inflacja. Wpływ tego czynnika uznajemy jednak jako drugorzędny względem realnej dynamiki PKB i jego poszczególnych składowych.

Kolejnym argumentem, który naszym zdaniem może przekładać się pozytywnie na tegoroczny wzrost rynku reklamowego, jest sytuacja, jaka miała na nim miejsce w 2009 roku. Według danych Starlink, wartość wydatków na reklamę spadła w tym okresie o 11,4%, znacznie przereagowując według nas spadek dynamiki PKB. Spadek wydatków reklamowych sięgnął poziomów osiągniętych w czasie kryzysu rynku reklamowego w latach 2001-02 (łącznie -11,8%), mimo, że rynek pracy, a za jego pośrednictwem siła nabywczą konsumenta, nie ucierpiały tak bardzo, jak w czasie kryzysu reklamy z początku tysiąclecia. Według nas skala ubiegłorocznych spadków budżetów reklamowych była objawem obaw o przyszłość gospodarki i miała w dużym stopniu charakter prewencyjny. Tym samym wartość tych budżetów powinna być łatwiejsza do odbudowania w przypadku, gdy reklamodawcy uzyskają pewność co do trwałości ożywienia. W powyższych warunkach uważamy, że bieżący rok zakończy się przynajmniej 3% wzrostem rynku reklamowego. Spodziewamy się przy tym, że w pierwszym kwartale, ze względu na stosunkowo wysoką bazę, wydatki reklamowe będą jeszcze spadać, a po raz pierwszy na plus rynek reklamy wyjdzie w 2Q2010 wypracowując do końca roku niewielki wzrost.

Dynamika nominalnego PKB (lewa skala) i dynamika reklamy (prawa skala)



Źródło: Starlink, CR Media, szacunki BRE Banku, szacunki DI BRE Banku SA

Segment telewizyjny i TVN w obliczu odbicia

W scenariuszu odbicia na rynku reklamowym w tym roku, segmentami, które pierwsze odczują ożywienie na rynku powinny być naszym zdaniem: Internet, telewizja oraz reklama zewnętrzna. Ten ostatni segment naszym zdaniem dodatkowo wspierać będzie tegoroczna kampania prezydencka na jesieni. Spodziewamy się, że wartość wydatków reklamowych w segmencie telewizyjnym wzrośnie w 2010 roku o 4%. Co najmniej na poziomie wzrostu segmentu powinny wzrosnąć przychody reklamowe telewizyjnego segmentu TVN. Wydatki na reklamę w Internecie wzrosną według naszych prognoz o 16%, przy czym we wzroście w większym niż do tej pory stopniu powinien partycypować segment display. W ogólnym rozrachunku przychody reklamowe Grupy TVN wzrosną według naszych prognoz o 4,7%.

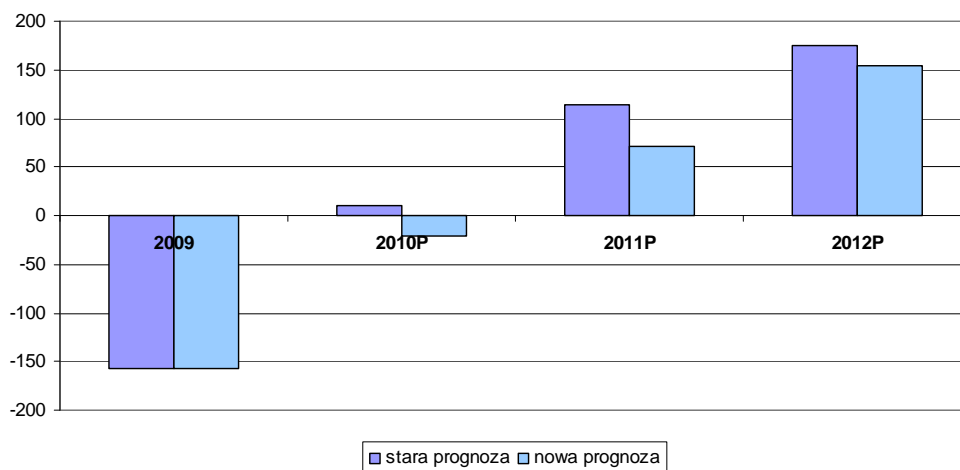
Platforma „n” wciąż głównym czynnikiem ryzyka

W osobnym komunikacie bieżącym po publikacji wyników czwartego kwartału Grupa TVN poinformowała, że obniża oczekiwany poziom liczby abonentów na koniec bieżącego roku do 870 tys. użytkowników, podczas, gdy pierwotny biznes plan zakładał osiągnięcie na koniec 2010 roku liczby 1017 tys. użytkowników. Mimo znacznego cięcia prognoz nie sądzimy, by ta informacja stanowiła zaskoczenie dla rynku, gdyż poprzednia prognoza wydawała się mało

realna już w momencie publikacji w marcu 2009 roku. Już osiągnięcie na koniec roku liczby 694 tys. abonentów oraz 440 tys. użytkowników Telewizji na Kartę uznajemy za spory sukces ITI Neovision (mimo, że pierwotna prognoza zarządu zakładała 766 tys. pozyskanych klientów).

Zarząd TVN zapowiada, że platforma powinna być rentowna na poziomie EBITDA w drugim i trzecim kwartale 2010 roku. Ostrożnie podchodzi natomiast do wykonalności planu osiągnięcia rentowności w skali całego roku. Naszym zdaniem mimo dodatniej EBITDA w środku roku, straty pierwszego i czwartego kwartału spowodują, że platforma pozostanie w tym roku nierentowna. Obniżamy prognozę tegorocznej EBITDA z 10,2 mln PLN do -21,5 mln PLN.

Korekta prognoz wyniku EBITDA platformy „n”



Źródło: szacunki DI BRE Banku SA

Ryzyko operacyjne związane z dalszym rozwojem platformy stanowi według nas podstawowy czynnik ryzyka inwestycyjnego dla akcji TVN. Wydaje nam się, że cel zarządu w postaci 870 tys. użytkowników, mimo znacznego obniżenia oczekiwanego poziomu, wciąż może być za trudny do osiągnięcia przez spółkę już w tym roku, zwłaszcza przy strategii zakładającej brak okresów zwolnień z abonamentu dla nowo pozyskanych użytkowników. Dlatego też zdecydowaliśmy się obniżyć nasze wcześniejsze założenia dotyczące liczby abonentów pozyskanych do końca 2010 roku z 820 tys. do 800 tys. użytkowników. Pozytywnie podchodzimy natomiast do drugiego z postawionych przez zarząd celów tj. ARPU na poziomie przekraczającym 60 PLN. Nasza prognoza zakłada w tym zakresie ARPU na poziomie 62,9 PLN.

Plany inwestycyjne i dywidendowe 2010 roku

Według prognoz zarządu nakłady inwestycyjne bieżącego roku sięgną 260 mln PLN, przy czym około 150 mln PLN ma zostać wydane na dalszy rozwój platformy cyfrowej „n”. Pozostałe 110 mln PLN w większości ma zostać wydane na inwestycje w segment telewizyjny, głównie flagową stacją Grupy (70 mln PLN). Nasze oczekiwania, co do tegorocznych nakładów inwestycyjnych TVN są zbieżne z prognozami zarządu (265 mln PLN pomijając wydatki na przejęcie pakietu mniejszościowego w ITI Neovision).

Jednocześnie w zakresie dywidendy zarząd zamierza rekomendować wypłatę 0,31 PLN na akcję co stanowi około 30% ubiegłorocznego zysku netto. Jest to dolna granica przedziału wyznaczonego przez politykę dywidendową spółki. Intencją zarządu ma być utrzymanie tego poziomu wypłaty dywidendy również w kolejnych latach, do czasu osiągnięcia pozytywnych przepływów pieniężnych przez platformę „n”. Naszym zdaniem nastąpi to najwcześniej w 2012 roku.

**Rachunek wyników TV+internet**

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	1 554,7	1 897,3	1 795,4	1 883,1	1 976,7	2 153,4	2 364,9
<i>zmiana</i>	33,5%	22,0%	-5,4%	4,9%	5,0%	8,9%	9,8%
Przychody ze sprzedaży reklam	1 223,4	1 475,3	1 306,3	1 368,2	1 431,2	1 575,1	1 760,9
Inne przychody	331,3	422,1	489,1	514,9	545,5	578,3	604,0
Koszty sprzedanych produktów	1 074,3	1 265,4	1 257,7	1 295,2	1 375,2	1 480,7	1 605,7
Amortyzacja licencji	123,7	122,9	120,6	120,6	125,4	135,5	148,8
koszty produkcji własnej	421,6	506,7	474,0	484,4	506,1	546,8	597,8
Wynagrodzenia	127,9	168,6	178,3	183,6	192,7	208,2	227,6
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	99,9	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	63,2	65,8	71,4	79,1
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	76,7	80,1	86,9	95,4
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
EBIT	480,5	631,9	537,7	587,9	601,5	672,7	759,1
<i>zmiana</i>	137,9%	31,5%	-14,9%	9,3%	2,3%	11,8%	12,8%
<i>marża EBIT</i>	30,9%	33,3%	29,9%	31,2%	30,4%	31,2%	32,1%
Amortyzacja	72,1	79,5	88,9	92,8	96,3	99,9	103,6
EBITDA	552,6	711,4	626,6	680,8	697,9	772,7	862,8
<i>zmiana</i>	0,0%	28,7%	-11,9%	8,7%	2,5%	10,7%	11,7%
<i>marża EBITDA</i>	35,5%	37,5%	34,9%	36,2%	35,3%	35,9%	36,5%

Rachunek wyników - platforma „n”

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	104,8	260,9	455,4	658,9	786,7	895,0	970,2
zmiana	0,2%	148,9%	74,6%	44,7%	19,4%	13,8%	8,4%
Przychody netto z aktywacji	23,5	30,7	30,7	70,5	81,4	90,4	96,4
Przychody netto z abonamentu i VOD	73,2	201,6	398,1	552,9	667,7	766,3	836,1
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	28,9	31,0	31,8	31,0
Koszty sprzedanych produktów	305,6	519,9	720,6	816,5	862,5	879,5	900,3
Amortyzacja licencji programowych	90,2	168,6	296,8	331,4	343,1	348,8	368,2
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	103,4	108,6	111,9	115,2
Usługi marketingowe	46,9	67,0	70,4	77,4	80,5	83,7	87,1
Koszty dystrybucji	23,8	41,5	51,9	70,5	81,4	90,4	96,4
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	35,5	36,9	38,4	39,9
Podatki i opłaty	0,5	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4
Wynagrodzenia	20,4	30,2	30,5	30,5	32,1	33,7	35,3
Ubezpieczenia społeczne	2,8	4,2	4,2	4,2	4,4	4,6	4,8
Pozostałe	6,3	18,3	15,6	16,2	16,7	17,2	17,7
EBIT	-200,8	-259,1	-265,2	-157,6	-75,8	15,5	69,9
zmiana	267,8%	29,0%	2,4%	-40,6%	-51,9%	-120,5%	349,6%
marża EBIT	-191,6%	-99,3%	-58,2%	-23,9%	-9,6%	1,7%	7,2%
Wynik na działalności finansowej	-8,4	-173,0	23,9	-81,7	-57,5	-53,9	-101,9
Zysk brutto	-209,2	-432,1	-241,4	-239,3	-133,3	-38,4	-32,0
Podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	-209,2	-432,1	-241,4	-239,3	-133,3	-38,4	-32,0
zmiana	173,8%	106,6%	-44,1%	-0,9%	-44,3%	-71,2%	-16,5%
marża	-199,6%	-165,6%	-53,0%	-36,3%	-16,9%	-4,3%	-3,3%
Amortyzacja	29,9	60,0	108,3	136,1	147,2	138,9	123,0
EBITDA	-170,9	-199,1	-156,9	-21,5	71,4	154,4	192,9
zmiana	137,8%	16,5%	-21,2%	-86,3%	-432,7%	116,2%	24,9%
marża EBITDA	-163,1%	-76,3%	-34,4%	-3,3%	9,1%	17,3%	19,9%
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	62,9	67,9	73,3	77,0



Wycena

Podsumowanie wyceny TVN

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	5217,8	50%	
Wycena porównawcza	4803,8	50%	
w tym			
segment telewizyjny	4304,4		
na bazie wskaźnika P/E	3006,1	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	5602,8	50%	
Segment internetowy	499,4		
EV/EBITDA	499,4	100%	
Średnia	5010,8		14,7
na 1 akcję TVN			16,0

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 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 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 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 rozbięciu 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		17,9	12,7	10,4	201,0	110,7	39,6
CTC Media Inc		10,5	8,8	7,5	16,4	13,2	11,5
RTL Group		9,5	8,4	7,0	16,5	14,0	12,5
Mediaset					17,9	15,2	13,3
ProSiebenSat 1		10,8	10,0	10,5	11,1	9,8	8,9
ITV plc		11,4	8,0	6,6	23,2	11,6	9,1
Gestelevision Telecinco		16,5	11,3	11,3	23,3	17,2	16,9
TF1		16,1	10,3	9,0	32,3	15,4	13,3
Antena 3 de Television		13,3	10,4	8,7	17,9	14,0	12,0
Metropole Television		8,7	8,2	7,6	17,5	16,3	14,4
Maksimum		17,9	12,7	11,3	201,0	110,7	39,6
Minimum		8,7	8,0	6,6	11,1	9,8	8,9
Mediana		11,4	10,0	8,7	17,9	14,6	12,9
TVN	15,4	11,2	9,3	7,4	32,3	22,7	13,6
premia / dyskonto		-1,4%	-6,7%	-14,9%	79,8%	55,2%	5,8%

Poziomy wskaźnika EBITDA dla zagranicznych portali internetowych

	EV/EBITDA		
	2010P	2011P	2012P
Yahoo! Inc	10,5	9,4	8,4
RealNetworks Inc	8,4	-	8,3
Baidu.com Inc	37,0	25,5	17,8
Amazon.com Inc	18,2	14,0	10,4
eBay	7,4	6,8	5,9
Google Inc	11,6	9,9	8,4
Maksimum	37,0	25,5	17,8
Minimum	7,4	6,8	5,9
Mediana	11,0	9,9	8,4



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	2 472,8	2 691,1	2 975,4	3 261,0	3 560,9	3 816,5	4 009,9	4 176,9	4 326,4	4 411,3	
zmiana	16,5%	8,8%	10,6%	9,6%	9,2%	7,2%	5,1%	4,2%	3,6%	2,0%	
EBITDA	659,3	769,3	927,1	1 055,7	1 172,0	1 265,7	1 322,6	1 365,9	1 398,5	1 402,1	
marża EBITDA	26,7%	28,6%	31,2%	32,4%	32,9%	33,2%	33,0%	32,7%	32,3%	31,8%	
Amortyzacja	229,0	243,6	238,8	226,7	206,3	196,4	193,3	191,7	193,9	193,9	
Opcje menedżerskie	29,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
EBIT	430,3	525,7	688,3	829,0	965,7	1 069,4	1 129,3	1 174,2	1 204,6	1 208,2	
marża EBIT	17,4%	19,5%	23,1%	25,4%	27,1%	28,0%	28,2%	28,1%	27,8%	27,4%	
Opodatkowanie EBIT	81,8	99,9	130,8	157,5	183,5	203,2	214,6	223,1	228,9	229,6	
NOPLAT	348,6	425,8	557,5	671,5	782,2	866,2	914,7	951,1	975,7	978,6	
CAPEX	-1017,0	-268,1	-268,0	-254,4	-256,6	-248,1	-242,6	-235,8	-228,3	-193,9	
Kapitał obrotowy	-244,5	-35,1	-45,7	-45,9	-58,0	-41,8	-31,6	-27,3	-24,4	-26,0	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-654,9	366,2	482,6	597,8	674,0	772,7	833,8	879,8	916,9	952,7	976,5
WACC	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	
współczynnik dyskonta	92,1%	83,5%	75,7%	68,6%	62,1%	56,3%	51,0%	46,2%	41,9%	38,0%	
PV FCF	-603,3	305,7	365,1	409,9	418,8	435,1	425,5	406,8	384,2	361,8	
WACC	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	11,2%
Koszt długu	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	0,0%
Dług netto / EV	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	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)			11224,1	Wzrost FCF w nieskończoności							
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)			4 262,7			0,5%	1,5%	2,5%	3,5%	4,5%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy			2 909,5	WACC +1,0pp	11,9	12,7	13,7	15,0	16,5		
Wartość firmy (EV)			7 172,2	WACC +0,5pp	13,0	13,9	15,1	16,5	18,4		
Dług netto			1 888,0	WACC	14,2	15,3	16,6	18,3	20,5		
Inne aktywa nieoperacyjne			0,0	WACC -0,5pp	15,5	16,8	18,3	20,4	23,1		
Udziałowcy mniejszościowi			0,0	WACC -1,0pp	17,0	18,4	20,3	22,7	26,0		
Wartość opcji menedżerskich			66,4								
Wartość firmy			5 217,8								
Liczba akcji (mln.)			340,4								
Wartość firmy na akcję (PLN)			15,3								
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego			8,4%								
Cena docelowa			16,6								
EV/EBITDA('10) dla ceny docelowej			10,9								
P/E('10) dla ceny docelowej			19,9								
Udział TV w EV			59%								

Rachunek wyników

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody ze sprzedaży	1 897,3	2 123,4	2 472,8	2 691,1	2 975,4	3 261,0	3 560,9
<i>zmiana</i>	22,0%	11,9%	16,5%	8,8%	10,6%	9,6%	9,2%
Przychody ze sprzedaży reklam	1 475,3	1 307,5	1 368,2	1 431,2	1 575,1	1 760,9	1 968,2
Inne przychody	422,1	815,9	1 104,6	1 259,9	1 400,3	1 500,1	1 592,7
Koszty sprzedanych produktów	1 265,4	1 606,4	1 799,3	1 913,4	2 030,0	2 159,5	2 307,9
Amortyzacja licencji	122,9	167,5	173,1	179,6	190,7	207,7	227,4
Koszty produkcji własnej	506,7	473,1	484,4	506,1	546,8	597,8	662,9
Wynagrodzenia	168,6	195,5	214,1	224,8	241,9	263,0	290,6
Koszty nadawania programów	51,6	97,3	114,9	121,2	126,7	133,1	139,8
Amortyzacja	79,5	182,7	229,0	243,6	238,8	226,7	206,3
Opcje menadżerskie	40,1	21,7	29,0	46,2	48,5	50,9	53,5
Marketing i promocja	70,1	107,5	140,5	146,3	155,1	166,2	180,6
Wynajem	27,4	45,8	45,2	47,8	50,5	54,0	57,6
Opłata z tytułu praw autorskich	67,2	79,7	76,7	80,1	86,9	95,4	104,9
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	10,0	11,5	12,8	13,6	14,4
Pozostałe	98,2	192,5	238,9	256,4	274,3	288,7	302,6
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	-276,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	631,9	612,1	430,3	525,7	688,3	829,0	965,7
<i>zmiana</i>	31,5%	-3,1%	-29,7%	22,2%	30,9%	20,5%	16,5%
<i>marża EBIT</i>	33,3%	28,8%	17,4%	19,5%	23,1%	25,4%	27,1%
Wynik na działalności finansowej	-184,3	-231,3	-131,0	-122,8	-97,1	-172,3	-146,8
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
Zysk brutto	447,6	380,8	299,3	402,9	591,1	656,7	818,8
Podatek dochodowy	-83,9	-34,6	-38,1	-54,2	-90,0	-124,8	-155,6
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	-74,7	-23,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	363,7	420,8	284,7	348,7	501,2	531,9	663,3
<i>zmiana</i>	50,4%	15,7%	-32,3%	22,5%	43,7%	6,1%	24,7%
<i>marża</i>	19,2%	19,8%	11,5%	13,0%	16,8%	16,3%	18,6%
Amortyzacja	79,5	182,7	229,0	243,6	238,8	226,7	206,3
EBITDA	711,4	794,8	659,3	769,3	927,1	1 055,7	1 172,0
<i>zmiana</i>	28,7%	11,7%	-17,0%	16,7%	20,5%	13,9%	11,0%
<i>marża EBITDA</i>	37,5%	37,4%	26,7%	28,6%	31,2%	32,4%	32,9%
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	1,0	1,5	1,6	1,9
CEPS	1,3	1,8	1,5	1,7	2,2	2,2	2,6
ROAE	23,6%	28,7%	22,4%	25,1%	29,2%	25,2%	26,0%
ROAA	15,7%	13,4%	7,7%	9,4%	13,3%	13,9%	17,1%

**Bilans**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
AKTYWA	3 753,2	4 983,5	5 124,0	5 312,2	5 626,3	5 557,2	6 123,4
Majątek trwały	2 551,8	3 720,7	3 709,8	3 748,9	3 792,5	3 837,4	3 906,9
Rzeczowe aktywa trwałe	347,4	798,8	822,2	838,1	857,1	875,1	907,8
Wartości niematerialne	1 703,1	2 559,9	2 583,3	2 591,9	2 602,1	2 611,8	2 629,4
Długoterminowe aktywa programowe	154,7	158,9	240,6	255,1	269,4	286,5	305,7
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
Majątek obrotowy	1 201,4	1 262,8	1 414,2	1 563,3	1 833,8	1 719,8	2 216,5
Krótkoterminowe aktywa programowe	192,7	230,7	263,6	279,4	295,1	313,8	334,9
Należności z tytułu dostaw i usług	305,8	322,5	398,4	433,5	479,3	525,3	583,4
Pochodne instrumenty finansowe	149,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzykresowe	51,3	81,1	82,8	87,8	86,5	91,9	98,1
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	669,5	762,6	972,9	788,7	1 200,1
(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
PASYWA	3 753,2	4 983,5	5 124,0	5 312,2	5 626,3	5 557,2	6 123,4
Kapitał własny	1 647,0	1 285,2	1 256,9	1 520,2	1 916,8	2 298,4	2 802,0
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	976,7	1 240,0	1 636,6	2 018,2	2 521,8
Zobowiązania długoterminowe	1 637,9	3 022,9	3 243,9	3 133,5	3 022,2	2 530,2	2 546,2
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	217,1	224,2	230,6	238,5	254,5
Zobowiązania długoterminowe	468,3	675,5	623,1	658,5	687,3	728,6	775,2
Zobowiązania handlowe	141,9	286,9	234,5	248,6	262,6	279,2	297,9
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	353,7	374,9	389,8	414,4	442,3
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	2 145,7	1 935,0	1 607,1	1 291,3	879,9
(Dług netto / Kapitał własny)	61,7%	146,9%	170,7%	127,3%	83,8%	56,2%	31,4%
(Dług netto / EBITDA)	1,4	2,4	3,3	2,5	1,7	1,2	0,8
BVPS	4,7	3,8	3,7	4,5	5,6	6,8	8,2



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przepływy operacyjne	603,4	680,2	460,8	687,1	797,7	892,9	974,5
EBITDA	711,4	794,8	659,3	769,3	927,1	1 055,7	1 172,0
Kapitał obrotowy	-23,2	130,5	-244,5	-35,1	-45,7	-45,9	-58,0
Podatek	-83,9	-34,6	-38,1	-54,2	-90,0	-124,8	-155,6
Rezerwy	-0,9	-9,2	60,6	7,1	6,3	7,9	16,0
Pozostałe	0,0	-276,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-494,5	-1 618,2	-96,9	-268,2	-268,0	-254,5	-256,7
CAPEX	-156,3	-329,0	-265,0	-268,1	-268,0	-254,4	-256,6
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
Przepływy finansowe	281,2	819,2	-76,1	-325,8	-319,3	-822,7	-306,4
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	-85,4	-104,6	-150,3	-159,6
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	41,5	47,3	60,3	48,9	74,4
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
Zmiana stanu środków pieniężnych	390,1	-118,8	287,8	93,1	210,3	-184,2	411,4
Środki pieniężne na koniec okresu	500,5	381,7	669,5	762,6	972,9	788,7	1 200,1
DPS (PLN)	0,3	0,8	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5
FCF	453,6	376,4	97,1	412,4	531,1	648,7	727,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	8,2%	24,3%	10,7%	10,0%	9,0%	7,8%	7,2%

Wskaźniki rynkowe

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
P/E	14,8	12,4	32,3	22,7	13,6	9,8	7,9
P/CE	12,1	8,7	10,2	8,8	7,1	6,9	6,0
P/BV	3,3	4,1	4,2	3,4	2,7	2,3	1,9
P/S	2,8	2,5	2,1	1,9	1,8	1,6	1,5
FCF/EV	7,1%	5,3%	1,3%	5,8%	7,8%	9,9%	11,9%
EV/EBITDA	9,0	9,0	11,2	9,3	7,4	6,2	5,2
EV/EBIT	10,1	11,6	17,2	13,6	9,9	7,9	6,3
EV/S	3,4	3,4	3,0	2,7	2,3	2,0	1,7
DYield	2,2%	5,0%	2,0%	1,6%	2,0%	2,9%	3,0%
Cena (PLN)							
Liczba akcji na koniec roku (mln)	349,4	340,4	340,4	340,4	340,4	340,4	340,4
MC (mln PLN)	5373,5	5235,1	5235,1	5235,1	5235,1	5235,1	5235,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	6 389,0	7 123,1	7 380,8	7 170,1	6 842,2	6 526,4	6 115,0



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

Analicycy:

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

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

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 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	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2009-07-01	2009-08-25	2009-09-04	2009-11-04	2009-11-09	2009-11-10	2009-12-02
kurs z dnia rekomendacji	10,02	15,96	13,40	13,87	14,10	13,65	12,55
WIG w dniu rekomendacji	30419,03	38744,26	36009,43	37391,24	38524,56	39683,10	39905,57