

# TVN

16 marca 2010

(tłumaczenie)

**Media**

Stopa zwrotu	1M	3M	12M
Absolutna	17%	23%	89%
Relatywna do WIG20	11%	20%	19%
Max/ min. (12-mies.)	17,00/ 13,50 PLN		

Reuters	TVNN.WA
Bloomberg	TVN PW
Kapitalizacja (mln EUR)	1 435
Następne wydarzenie w spółce:	
13 maja 2010 – publikacja wyników za 1Q10	
PLN/EUR	3,90

**Kurs** 16,40 PLN \*

**Wycena** 17,00 PLN

**Trzymaj**

(obniżenie)

FY/e 31.12 (mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P
<b>Sprzedaż</b>	2 123,4	2 504,6	2 843,7	3 173,6
<b>Skor. EBITDA**</b>	540,5	683,7	869,2	1 028,4
<b>Skor. EBIT</b>	357,9	414,1	577,7	706,6
<b>Skor. zysk netto</b>	166,6	243,1	247,8	372,9
<b>Skor. EPS (PLN)</b>	0,5	0,7	0,7	1,1
<b>Skor. C/Z (x)</b>	33,8	23,0	22,6	15,1
<b>Dywid. na akcję (PLN)</b>	0,57	0,31	0,52	0,59
<b>Stopa dywidendy</b>	3,5%	1,9%	3,2%	3,6%
<b>Skor. EV/EBITDA (x)</b>	12,2	11,3	8,8	7,4

Źródło: KBC Securities, \*\*skoryg. o wpływ programu opcji i wpływ niekasowych wydarzeń jednorazowych, \* kurs zamknięcia z 15/03/2010

Obniżamy rekomendację dla spółki do Trzymaj i zalecamy nabycie atrakcyjnie wycenionych walorów CTC Media i CME. W ciągu ostatniego miesiąca kurs akcji spółki wzrósł o 17%, dając zwrot wyższy o 11% niż indeks WIG20. Uwzględniając lepsze od oczekiwań wyniki spółki za IV kwartał 2009 roku podwyższyliśmy prognozy skorygowanego EBITDA na br. o 5% do 683,7 mln zł (+26% r/r). Jednakże nowe założenia kosztowe dla platformy „n” obniżyły naszą prognozę skor. EBITDA na 2011 i 2012 rok odpowiednio o 1% i 7% do 869,2 mln zł (+27% r/r) i 1 028,4 mln zł (+18% r/r). Nasza wycena wzrosła o 3% do 17,00 zł na akcję, co o implikuje 4% potencjału wzrostu.

## Rekomendacja obniżona do Trzymaj

- **Rynek reklamy telewizyjnej w II kwartale.** Oczekujemy spadku rynku reklamy telewizyjnej w I kwartale br. natomiast już w II kwartale rynek powinien utrzymać poziom porównywalny w ujęciu rok-do-roku. Spodziewamy się, że rynek reklamy telewizyjnej w br. będzie rósł w tempie 5% r/r, podczas gdy TVN zakłada 2-3% wzrost. Najbardziej optymistycznie widzi perspektywy wzrostu rynku reklamy Polsat, oczekując 5-10% wzrostu.
- **Wzrosną wydatki programowe w br.** Prognozujemy 6% wzrost amortyzacji wydatków programowych w br. Jest to bardziej konserwatywne założenie niż prognoza spółki, która nie oczekuje wzrostu w ogóle. Natomiast TVN zakłada nieco niższy wzrost rynku. Wydatki programowe powinny być wyższe zarówno w przypadku głównego kanału, jak i kanałów tematycznych. Prognozujemy dla działalności telewizyjnej w 2010 roku marżę EBITDA na podobnym poziomie do ubiegłorocznego.
- **Niższe prognozy dla „n”.** Zarząd spółki znacząco obniżył prognozę ARPU i prognozowaną liczbę klientów przejętych w 2010 roku. Nowa prognoza ARPU jest poniżej 60 zł, zgodnie z naszymi szacunkami (61 zł), a oczekiwana liczba klientów netto zdobytych w 2010 roku wynosi 172 tysiące (nasza prognoza jest ostrożniejsza: 105 tys. klientów w br.).
- **„n” osiągnie dodatnie EBITDA w II i III kwartale.** Oczekujemy, że platforma cyfrowa „n” osiągnie dodatnie EBITDA w II i III kwartale br. w związku ze wzrostem liczby klientów w IV kw. 2009 roku, sezonowo niższymi kosztami i umocnieniem złotego. Po osiągnięciu progu rentowności przez „n”, zgodnie z warunkami transakcji nabycia 49,9% udziału w „n” przez TVN, ITI powinno otrzymać dodatkowe 40 mln EUR w obligacjach TVN. Jednakże dopiero w 2012 roku zakładamy osiągnięcie przez „n” progu rentowności na poziomie EBITDA.
- **Stopa wzrostu EBITDA.** Oczekujemy 24% składanej rocznej stopy wzrostu skorygowanego EBITDA w latach 2009-2012 pod wpływem i) oczekiwanego ożywienia wydatków na reklamę telewizyjną, ii) stabilnej oglądalności, iii) wzrostu przychodów z abonamentu kanałów tematycznych, iv) ożywienia wzrostu Internetu oraz v) poprawy wyników biznesu DTH, który przestanie przynosić straty.

Leszek Iwaszko, CFA

+48 22 581 08 08

leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl

Piotr Janik

+48 22 581 09 19

piotr.janik@kbcsecurities.pl

- **Są lepsze inwestycje w sektorze.** W ciągu ostatniego miesiąca kurs akcji spółki wzrósł o 17%, dając zwrot wyższy o 11% niż indeks WIG20. TVN ma dwucyfrową premię do porównywalnych regionalnych spółek. Uważamy, że walor jest właściwie wyceniony, natomiast CTC (6,5x) i CME (6,6x) są niedowartościowane.

### Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

**EBITDA** = EBIT + amortyzacja  
**EPS** = zysk netto/ liczba akcji  
**DPS** = dywidenda na akcję  
**BVPS** = wartość księgowa/ liczba akcji  
**Marża EBITDA** = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży  
**Marża zysku operacyjnego** = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży  
**CFPS** = Cash flow/ liczba akcji  
**Dług netto** = zadłużenie odsetkowe – gotówka  
**ROE** = zysk netto/ średni kapitał własny  
**EV** = kapitalizacja rynkowa + Dług netto  
**P/E** = kurs rynkowy/ EPS  
**P/CF** = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)  
**P/BV** = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa  
**P/S** = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży  
**Stopa dywidendy** = DPS/ kurs rynkowy \*100%

### Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

### System rekomendacji

**Kupuj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,  
**Trzymaj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,  
**Sprzedaj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

### Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendacje w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

### Rekomendacje dla spółki TVN wydane w ciągu ostatnich 6 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
TVN	12,29	9,25	Kupuj	17 lutego 2009
TVN	10,93	12,35	Sprzedaj	3 czerwca 2009
TVN	10,87	11,30	Trzymaj	20 lipca 2009
TVN	17,00	13,80	Kupuj	7 września 2009
TVN	16,50	14,99	Kupuj	27 października 2009
TVN	15,40	13,29	Kupuj	18 listopada 2009
TVN	17,00	16,40	Trzymaj	16 marca 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacje inwestycyjnych:

22 Kupuj	52%
14 Trzymaj	24%
8 Sprzedaj	24%

## Lista kontaktów

### Analitycy

<b>Dyrektor, Banki</b>	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
<b>Banki</b>	Marta Czajkowska-Bałdyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>
<b>Paliwa, Farmaceutyki</b>	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
<b>Telekomunikacja, Media,</b>	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
<b>IT</b>	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
<b>Handel Detaliczny</b>	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
<b>Przemysł, Metale</b>	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
<b>Nieruchomości</b>	Lucian Albulescu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bernatk@kbcsecurities.pl</i>
<b>Koordynator</b>	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
<b>Tłumacz</b>	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>

### Departament Sprzedaży Detalicznej

	Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
--	------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.