

**BDM**Raport  
analityczny

SEKTOR: MEDIA

GPW: TVN

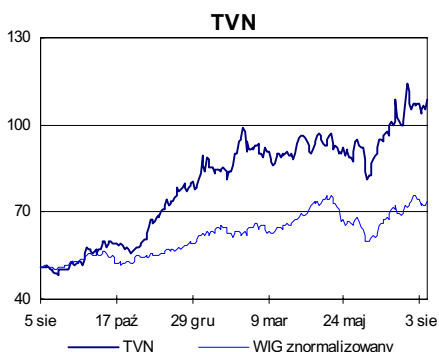
REUTERS: TVNNA

BLOOMBERG: TVN PW

10.08.2006

**TVN****Akumuluj**

116,00 zł

**Dane podstawowe**

cena rynkowa (PLN)	107,50
kurs docelowy (PLN)	116,00
wycena DCF (PLN)	113,15
min 52 tyg (PLN)	48,50
max 52 tyg (PLN)	114,50
kapitalizacja (mln PLN)	6 876,73
EV (mln PLN)	7 688,35
liczba akcji (mln szt.)	63,97
free float	41%
free float (mln PLN)	2 794,02
śr. obrót/msc (mln PLN)	300,35

Zmiana kursu	TVN	WIG
1 miesiąc	9,0%	2,9%
3 miesiące	13,0%	-0,6%
6 miesięcy	14,5%	17,6%
12 miesięcy	112,3%	42,1%

Akcjonariat	% akcji i głosów
ITI Holdings SA	54%
Fidelity International Ltd	5%

Poprzednie rekom.	data	kurs
Neutralnie	2006-07-24	114,5
Neutralnie	2006-04-24	91,7
Neutralnie	2006-01-23	84,5

**Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A.**ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa  
tel. (0-22) 521-80-00Analityk:  
**Dorota Puchlew**  
tel. (0-22) 521-87-23  
e-mail: dorota.puchlew@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy BDM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

**Wyniki II kw.**

Wyniki TVN-u okazały się wyższe od konsensusu i nieco wyższe od naszych oczekiwań. Wysokiemu wzrostowi sprzedaży (o ponad 40%) pomogły: niska baza II kw. 2005 oraz wzrost cen reklam o 13,5% przeprowadzony w I kw. 2006, a także wysoka oglądalność TVN-u. Udział w rynku reklamowym wzrósł do 34,8% w stosunku do 31,7% w analogicznym okresie poprzedniego roku. W grupie docelowej prime time oglądalność wzrosła w II kw. do 29,5% z 26,7% w II kw. 2005. Mimo to oglądalność w prime time zmniejszyła się w stosunku do I kw. o 0,9 p.proc. z 30,4%. Było to spowodowane transmisją MŚ przez TVP i Polsat. Oglądalność całodobowa TVN jednak rosła w ujęciu kw/kw z 16,4% do 16,6%. Rentowność na poziomie EBITDA okazała się bardzo wysoka: 45% wobec 42% w II kw. 2005, a w całym półroczu wyniosła 40%. Dobre były także wyniki operacyjne kanałów: TVN24 poprawił marżę EBITDA względem I kw. z 1% do 15%, a TVN Turbo i iTVN odnotowały po raz pierwszy EBITDĘ zauważalnie większą od zera.

**Aktualizacja prognoz**

Spółka podała także zrewidowane prognozy na 2006 r. Przychody w tym roku miały wg poprzednich oczekiwań wzrosnąć o 16-18%. Nowe szacunki mówią o wzroście przychodów grupy bez Onetu o 23-25%, a z uwzględnieniem przejęcia portalu o 29-32%. Rentowność EBITDA ma zaś wynieść 33-35%, a z wyłączeniem programu motywacyjnego 37-39%. Nakłady inwestycyjne w tym roku mają natomiast wynieść 130-150 mln zł wobec planowanych poprzednio 100-121 mln zł.

Ponadto zarząd poinformował o planach rozpoczęcia wypłaty dywidendy począwszy od roku 2007 w wysokości 30-50% zysku netto oraz zakończeniu programu skupu akcji własnych w związku ze spłatą obligacji ITI Media. Buy back ma zarówno zalety, jak i wady w stosunku do wypłaty dywidendy i dlatego rynek nie odebrał z szczególnym entuzjazmem informacji o zmianie sposobu dystrybucji zysków dla akcjonariuszy. Z punktu widzenia wyceny decyzja ta również wiele nie zmienia.

**Wycena i rekomendacja**

Nasze dotychczasowe prognozy niewiele się różniły od nowych wytycznych zarządu, jednak zdecydowaliśmy się zaimplementować je do modelu. Wzrost oczekiwań dotyczących br. przełożył się na niewielkie podwyższenie założeń dotyczących kolejnych lat i w efekcie przełożył się na zwiększenie wyceny w modelu DCF do 116 zł na koniec roku. Jest to 8% powyżej aktualnego kursu akcji TVN, dlatego wydajemy rekomendację akumuluj.

Czynnikiem ryzyka dla akcji TVN jest potencjalne wejście międzynarodowego koncernu multimedialnego do Polsatu i poprawa zawartości programowej konkurenta TVN. Sądzymy jednak, że zagrożenie to nie będzie miało wpływu na zachowanie się kursu akcji TVN w najbliższym czasie i w krótkim terminie nie widzimy potencjału do spadku kursu akcji spółki.

**Skonsolidowane dane finansowe**

mln PLN	2003	2004	2005	2006p	2007p	2008p
Sprzedaż	587,2	717,1	860,3	1 127,8	1 383,2	1 534,8
EBITDA	170,4	209,7	294,0	389,6	465,4	547,7
EBIT	152,0	178,1	255,4	335,2	395,2	463,0
Zysk netto	77,1	196,3	209,3	264,8	323,1	382,8
EPS (PLN)	1,2	3,1	3,3	4,1	5,1	6,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	1,5	1,8	2,1
CEPS (PLN)	1,5	3,6	3,9	5,0	6,1	7,3
P/E	89,2	35,0	32,9	26,0	21,3	18,0
P/BV	61,3	22,6	17,3	6,1	5,1	4,2
EV/EBITDA	45,1	36,7	26,1	19,7	16,5	14,0

p - prognoza BDM PKO BP S.A.

## Dane finansowe i model DCF

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P	IIQ05	I-IIQ05	IIQ06	I-IIQ06
Przychody netto ze sprzedaży	587,22	717,07	860,34	1 127,83	1 383,24	1 534,83	218,04	412,00	308,50	544,54
zmiana		22,1%	20,0%	31,1%	22,6%	11,0%			41,5%	32,2%
EBITDA	170,41	209,66	294,04	389,56	465,38	547,70	87,71	148,63	138,00	216,75
zmiana		23,0%	40,2%	32,5%	19,5%	17,7%			57,3%	45,8%
EBIT	151,97	178,14	255,43	335,17	395,20	462,98	81,28	136,90	126,44	194,15
zmiana		17,2%	43,4%	31,2%	17,9%	17,1%			55,5%	41,8%
Zysk netto	77,11	196,30	209,27	264,77	323,07	382,76	70,67	105,72	85,17	134,05
zmiana		154,6%	6,6%	26,5%	22,0%	18,5%			20,5%	26,8%
Marża EBITDA	29,0%	29,2%	34,2%	34,5%	33,6%	35,7%	40,2%	36,1%	44,7%	39,8%
Marża EBIT	25,9%	24,8%	29,7%	29,7%	28,6%	30,2%	37,3%	33,2%	41,0%	35,7%
Rentowność netto	13,1%	27,4%	24,3%	23,5%	23,4%	24,9%	32,4%	25,7%	27,6%	24,6%

Źródło: Spółka, BDM PKO BP S.A.

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln PLN)	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Aktywa ogółem	1 324,89	1 389,31	1 441,37	2 820,35	3 048,27	3 362,06
Aktywa trwałe	825,45	996,45	944,66	1 806,67	1 879,24	1 908,13
Aktywa obrotowe	499,44	392,86	496,71	1 013,68	1 169,03	1 453,93
Kapitał własny	112,14	304,26	396,68	1 130,05	1 356,20	1 624,14
Zobowiązania i rezerwy ogółem	1 212,75	1 085,06	1 044,69	1 690,30	1 692,07	1 737,93
Dług netto	742,94	852,14	811,62	251,16	77,18	-242,91
Kapitał obrotowy	365,36	301,57	400,42	229,80	340,62	530,14
Kapitał zaangażowany	855,08	1 156,40	1 208,30	1 381,21	1 433,38	1 381,22
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	97,90	165,22	222,36	1 511,07	354,27	489,15
Środki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-650,09	-88,68	-44,50	-1 478,00	-142,75	-113,62
Środki pieniężne z działalności finansowej	778,65	-114,79	-162,83	468,00	-96,92	-114,83
Środki pieniężne na koniec okresu	291,51	65,73	80,76	581,83	696,43	957,13
Dług netto/EBITDA	4,36	4,06	2,76	0,64	0,17	-0,44
ROE	104,8%	94,3%	59,7%	34,7%	26,0%	25,7%
ROACE	24,4%	14,3%	17,5%	21,0%	22,7%	26,6%

Źródło: Spółka, BDM PKO BP S.A.

Wycena DCF (mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Prognozy</b>										
<b>EBIT</b>	<b>335</b>	<b>395</b>	<b>463</b>	<b>522</b>	<b>654</b>	<b>681</b>	<b>703</b>	<b>735</b>	<b>768</b>	<b>801</b>
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	<b>271</b>	<b>320</b>	<b>375</b>	<b>423</b>	<b>530</b>	<b>552</b>	<b>569</b>	<b>595</b>	<b>622</b>	<b>649</b>
Amortyzacja	54	70	85	97	87	90	101	102	104	106
Nakłady inwestycyjne	151	143	114	96	98	100	103	105	108	111
Zmiana kapitału obrotowego	-565	57	34	30	21	13	14	14	15	15
<b>FCF</b>	<b>740</b>	<b>190</b>	<b>312</b>	<b>393</b>	<b>497</b>	<b>528</b>	<b>554</b>	<b>578</b>	<b>603</b>	<b>630</b>
<b>Kalkulacja WACC</b>										
Dług/(Dług+Kapitał)	60%	56%	52%	49%	46%	44%	43%	42%	41%	40%
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Premia rynkowa	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
Koszt długu po opodatkowaniu	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Koszt kapitału	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
<b>WACC</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>
<b>Wycena</b>										
<b>DFCF</b>	<b>690,1</b>	<b>165,2</b>	<b>251,9</b>	<b>294,9</b>	<b>345,5</b>	<b>340,4</b>	<b>330,3</b>	<b>319,2</b>	<b>308,2</b>	<b>297,6</b>
Suma DFCF	3 343									
Zdyskontowana wartość rezydualna	6 050									
Dług netto	1 437									
Emisja akcji na akwizycję Onetu	468									
<b>Wartość spółki</b>	<b>7 489</b>									
Liczba akcji po rozwodnieniu (mln sztuk)	69,070									
<b>Wartość 1 akcji 01.01.06 (PLN)</b>	<b>108,40</b>									
<b>Wartość 1 akcji 10.08.06 (PLN)</b>	<b>113,15</b>									

Źródło: BDM PKO BP S.A.

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD	2005	2006	2007	2005	2006	2007
British Sky Broadcasting Group plc	W. Brytania	BSY LN	1,43	1,81	17,37	17,62	16,03	9,72	9,74	8,98
Central European Media Enterprises	USA	CETV US	1,42	1,79	42,16	28,14	15,36	21,18	11,26	8,55
Hearst Argyle Television	USA	HTV US	0,86	1,08	10,80	11,64	13,63	7,89	6,90	7,62
ITV plc	W. Brytania	ITV LN	0,06	0,08	18,51	15,48	14,49	10,50	8,77	8,29
M6 Metropole Television	Francja	MMT FP	3,12	3,93	19,94	21,23	16,49	10,97	10,06	8,19
Mediaset SpA	Włochy	MS IM	1,04	1,31	17,23	15,69	14,29	8,24	6,13	5,76
New Delhi Television	Indie	NDTV IN	0,19	0,24	37,48	19,74	13,70	22,07	13,59	9,29
ProSiebenSat.1 Media AG	Niemcy	PSM GR	2,07	2,62	9,38	8,19	7,50	5,96	5,07	4,82
Sinclair Broadcast Group	USA	SBGI US	0,29	0,37	19,77	9,98	9,84	9,08	8,39	8,52
Television Francaise (TF1)	Francja	TF1 FP	5,29	6,68	22,40	24,85	16,16	14,32	12,74	9,17
TV4 AB	Szwecja	TV4A SS	4,25	5,36	20,84	13,18	8,45	13,18	7,79	5,25
Univision Communications	USA	UVN US	6,30	7,96	42,53	22,12	19,15	15,17	11,80	10,79
<b>Mediana</b>					<b>23,20</b>	<b>13,32</b>	<b>13,76</b>	<b>12,36</b>	<b>9,35</b>	<b>7,94</b>
TVN (TVN PW)	Polska		1,10	1,38	32,86	25,97	21,29	26,15	19,74	16,52
Premia/(dyskonto) w wycenie rynkowej spółki					41,6%	49,9%	54,7%	111,6%	111,0%	108,2%
<b>Implikowana wartość 1 akcji (PLN)</b>					<b>75,90</b>	<b>71,70</b>	<b>69,50</b>	<b>34,30</b>	<b>34,50</b>	<b>35,30</b>

Źródło: BDM PKO BP S.A.

**Telefony kontaktowe****Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego**doradca inwestycyjny  
banki i finanseAndrzej Powierża  
(022) 521 79 41  
andrzej.powierza@pkobp.pltelekomunikacja, media, hotelarstwo,  
przemysł spożywczyDorota Puchlew  
(022) 521 87 23  
dorota.puchlew@pkobp.pl

informatyka, budownictwo i nieruchomości

Michał Sztabler  
(022) 521 79 13  
michal.sztabler@pkobp.plprzemysł drzewny, papirniczy, oponiarski, lekki  
produkcja i dystrybucja farmaceutykówHanna Kędziora  
(022) 521 79 43  
hanna.kedziora@pkobp.plmakler papierów wartościowych  
przemysł paliwowy, chemia, AGD, energetykaAndrzej Pasławski  
(022) 521 79 17  
andrzej.paslowski@pkobp.pl

analiza techniczna

Przemysław Smoliński  
(022) 521 79 10  
przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl**Zespół Klientów Instytucjonalnych**Krzysztof Kasiński (0-22) 521 82 10  
krzysztof.kasinski@pkobp.plArtur Blachnio (0-22) 521 91 33  
artur.blachnio@pkobp.plArtur Szymecki (0-22) 521 82 16  
artur.szymecki@pkobp.plDariusz Andrzejak (0-22) 521 82 12  
dariusz.andrzejak@pkobp.pl**Objaśnienie używanej terminologii fachowej**

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

**Rekomendacje stosowane przez BDM**

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

**Stosowane metody wyceny**

BDM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modele zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

**Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji**

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BDM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że BDM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

**Pozostałe klauzule**

Niniejsza publikacja została opracowana przez Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów BDM i podlega utajnieniu w okresie dwóch następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody BDM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BDM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BDM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad BDM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.