

# TVN, S.A.

## TRADIČNÍ VYSÍLÁNÍ JIŽ NESTAČÍ

Jan Lojda  
analytik  
lojda@cyrrus.cz

7. 3. 2008

**Cílová cena: 24,7 PLN**  
**Úvodní doporučení: DRŽET**

### Základní informace

Datum	7. 3. 2008
Poslední záv. kurz	22,9 PLN
Vydaných akcií	347,292 mil. ks
Tržní kapitalizace	7,95 mld. PLN
Free-float	37,8 %
52 týdenní max.	28,1 PLN
52 týdenní min.	19,5 PLN
Beta vs. WIG20	0,9
Podíl v WIG20	1,745 %

Zdroj: TVN, Bloomberg

### Akcionářská struktura

Strateurop International	51,4%
N-Vision	10,7%
Ostatní	37,8 %

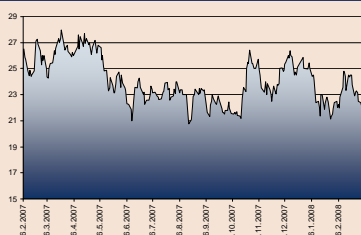
Zdroj: TVN

### Poměrové ukazatele 2007

ROA	18 %
ROE	18 %
Dluh/vl. kapitál	0,55
EPS	0,34 PLN
DPS	0,37 PLN
BVPS	4,11 PLN

Zdroj: TVN, Cyrrus

### Vývoj kurzu akcie



Zdroj: Bloomberg

Společnost TVN patří mezi vedoucí provozovatele televizních stanic v Polsku. Vedle televizního vysílání provozuje společnost i největší polský internetový portál v segmentu tzv. nových medií Onet.pl. Polský mediální trh patří k jedněm z nejslibnějších z pohledu potenciálního růstu a konvergence výdajů na reklamu směrem k úrovním obvyklým v západních ekonomikách. I z pohledu počtu obyvatel čítající přibližně 38 milionů patří Polsko mezi více než slibné mediální trhy, kdy lze využít zejména potenciál v regionalizaci mediálního trhu.

Dosavadní vývoj společnosti lze charakterizovat solidními nárůsty EBITDA marží od úrovně 29,5% v roce 2004 až na 36% v roce 2007. Lze předpokládat, že s ohledem na konkurenční vývoj na polském trhu existuje již jen malý prostor další zvyšování ziskových marží, a to i s ohledem na srovnání s podobnými společnostmi v regionu.

V delším horizontu předpokládáme postupné snižování úrovně ziskových marží v důsledku zostření konkurenčního prostředí na polském trhu televizního vysílání. Tento trend by měl být vyvážen růstovým potenciálem segmentu nových medií a jejich konvergence s tradičními formami vysílání. Právě schopnost využít sbližování segmentu nových medií a tradičního televizního vysílání bude klíčovou pro budoucí rozvoj společnosti. Současnou strategií společnosti je jak organický růst pomocí rozšíření a segmentace (i geografické) programové skladby, tak i vnější růst pomocí akvizic již existujících formátů v podobě nových medií (internetová reklama) a dále například televizní retailový prodej.

Z pohledu tržeb hraje roli zejména vývoj sledovanosti, od které se odvíjí i pozice cenového tvůrce při stanovení reklamního času pro reklamu. Tržní podíl na sledovanosti vykazoval do roku 2006 stoupající tendenci, nicméně od roku 2007 se již začíná projevovat konkurenční vliv ostatních televizních stanic, jako důsledek vyšších investic do zkvalitnění programové skladby. Největší část výnosů TVN je odvozena z televizní a online reklamy, vyjádřeno procentně přibližně 75% výnosů pochází právě ze zmíněných zdrojů.

Hlavní položka na nákladové straně jsou akvizice a tvorba vlastního programového obsahu, respektive výdaje na obsahovou stránku vysílání, které jsou určující pro výnosy společnosti a dosažený tržní podíl na sledovanosti. Do budoucna předpokládáme nárůst této složky spolu nutností čelit zůstávajícímu se konkurenčnímu prostředí na polském trhu televizního vysílání.

Společnost plánuje do budoucna výplatu dividend v rozmezí 30% až 50% procent čistého zisku v závislosti na vývoji finančních ukazatelů. V minulém roce společnost vyplatila historicky první dividendu o velikosti 0,37 PLN na akcii ze zisku roku 2006. Navržená dividendy pro rok 2007 je 0,49 PLN. Do budoucna předpokládáme dividendový výplatní poměru na úrovni 50% čistého zisku.

Ocenění akcií společnosti TVN jsme provedli na základě metody diskontování cash flow. S ohledem na výsledky modelu DCF jsme stanovili roční cílovou cenu akcií TVN ve výši 24,7 PLN na akcii. Tato hodnota převyšuje aktuální kurz akcií TVN (22,9 PLN) o 7,9% a proto doporučujeme akcie TVN „DRŽET“.

Poměrová analýza ukázala, že současné tržní ocenění akcií TVN dle našeho názoru odpovídá fundamentálním ukazatelům. Celkově tedy srovnávací analýza potvrzuje naše neutrální doporučení na akcie společnosti TVN.

## Profil společnosti

Skupina Společnost TVN SA byla založena v roce 1995 v Polsku jako společnost s ručením omezeným a spustila své televizní vysílání v říjnu roku 1997. V roce 2004 byla společnost přeměněna na akciovou společnost. V současné době společnost spravuje nebo se spolupodílí na provozování třinácti televizních kanálů v Polsku. TVN provozuje následující vysílací kanály TVN, TVN 7, TVN 24, TVN Meteo, TVN Turbo, ITVN, TVN Style, TVN Gra, TVN Lingua, TVN Med, Discovery Historia (forma spojení joint venture s Discovery Networks Poland), Telezakupy Mango 24 a TVN CNBC Biznes. Nad rámec vlastnictví licence na pozemní vysílání je TVN také vlastníkem licence na satelitní a kabelové přenosy všech svých kanálů. Od roku 2006 začala společnost vysílat také v digitálním standardu.

Kromě tradičních televizních forem vysílání provozuje TVN také polský internetový portál Onet.pl v segmentu tzv. nových medií. Mezi poslední akvizice společnosti patří nákup společnosti Telezakupy Mango, kterým se TVN vydala do nového segmentu detailového televizního prodeje. Posledním počinem na poli organického růstu programové nabídky je spuštění ekonomického zpravodajského kanálu TVN CNBC Biznes ve spolupráci se CNBC.

Z pohledu vlastnické struktury je TVN vlastněna jedním majoritním akcionářem s nadpoloviční většinou vlastnických práv polskou mediální skupinou ITI Group s 62,16% podílem. ITI Group zahrnuje širší spektrum mediálních produktů zahrnující tři hlavní skupiny zájmu, patří mezi ně televizní vysílání a produkce, zábavní průmysl a nová média. Od roku 2000 se skupina plně zaměřila pouze na sektor médií.

Akcie společnosti se obchodují na burze ve Varšavě, přičemž zastoupení společnosti v indexu WIG20 je 1,8%.

## Akvizice a organický růst

Dlouhodobou strategií společnosti s ohledem na stále vysoký potenciál polského mediálního trhu jsou pokračující akvizice nových segmentů mediálního trhu s možností využití synergií a dále pokračující organický růst zaměřený zejména na spuštění regionálních kanálů nebo kanálů se zaměřením na specifickou cílovou skupinu. Společnost v současné době neplánuje zahraniční investici, dle vyjádření managementu ani v průběhu roku 2008.

K akvizici 100% podílu v Grupě Onet došlo v říjnu 2006, která je vlastníkem největšího polského internetového portálu Onet.pl. Portál byl spuštěn v roce 1996 a v současnosti nabízí zhruba 200 tematických služeb. Spíše než internetový vyhledávač Onet.pl představuje internetový portál s řadou individualizačních a tematických služeb. Z pohledu tržního podílu zaujímá Onet.pl stabilní druhé místo hned za společností Google, jak z pohledu počtu uživatelů, tak za kritérium celkového času. Existuje zde i riziko nízké flexibility přizpůsobení obsahu požadavkům zákazníků a současným trendům vývoje internetových portálů. Jinými slovy rychle se měnící prostředí internetové zábavy může být i potenciálním budoucím rizikem.

V květnu 2007 došlo k akvizici televizního kanálu Telezakupy Mango 24 zaměřeného na teleshopping, společnosti Mango Media. Akvizice je další snahou společnosti o diverzifikaci výnosových toků. Mango představuje výhradně teleshoppingový kanál s tržním podílem daného segmentu 32% a cena akvizice dosáhla 49,4 milionů PLN. Výhody akvizice by měly spočívat v silném výhledu potenciálního růstu tohoto segmentu v Polsku a možného využití synergií efektů v oblasti online reklamy.

Z pohledu TVN se nejedná o klasický tematický kanál, ale o nový segment působnosti společnosti, konkrétně maloobchodní prodej. Samotná společnost Mango Media dosáhla výnosů za rok 2006 ve velikosti 20 milionů PLN a zisk za rok 2006 byl 3 miliony PLN.

V červnu 2007 spustila TVN, ve spolupráci s CNBC, nový kanál zaměřený na ekonomické zpravodajství TVN CNBC Biznes dostupný v digitálním pozemním vysílání i kabelovou sítí. Spolupráce by měla přinést schopnost nového kanálu nabídnout ekonomické zpravodajství z celého světa díky využití informační zdrojů CNBC.

**V segmentu nových medií tkví potenciál k dalšímu organickému růstu směrem k individualizaci služeb**

Konvergence směrem k západním ekonomikám zajistí i do budoucna silný růst výdajů na reklamu.

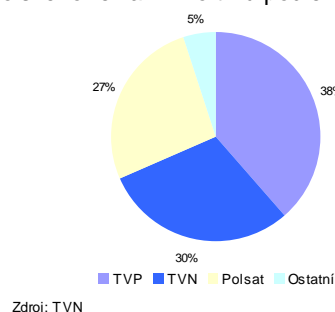
Zostřující se konkurenční prostředí na polském trhu televizního vysílání povede ke stagnaci tržních podílů na sledovanosti

## Polský trh televizního vysílání

Polsko má největší počet obyvatel v regionu střední Evropy, čítající přibližně 38 milionů obyvatel, z těchto údajů vyplývá i značný potenciál růstu lokálního trhu s reklamou, který je druhý největší ve regionu střední a východní Evropy hned po Rusku. Penetrace v segmentu kabelové televize byla pro rok 2007 na úrovni 31,4% a v oblasti satelitního vysílání 24,3%. Pro rok 2008 předpokládáme přibližně 13% růst televizního trhu s reklamou. Jedním z argumentů o růstu polského reklamního trhu je i předpoklad postupné konvergence ukazatele hrubých reklamních nákladů na tisíc obyvatel, který v Polsku v roce 2005 činil 33% průměru zemí západní Evropy.

Mezi hlavní konkurenty TVN na polském televizním trhu jsou státem vlastněná TVP Group, dále pak společnost Polsat Group a několik menších kanálů. Na polském televizním trhu tedy působí jak státní (z tohoto vyplývá i jiný způsob financování formou poplatků, které tvoří zhruba 30% výnosů státem vlastněné TVP), tak soukromé televizní společnosti s celostátním i regionálním zaměřením. V současné době působí na polském televizním trhu čtyři celostátní televize TVN, TVP1, TVP2 a Polsat, kteří také tvoří hlavní konkurenty TVN. Ostatní kanály společnosti konkurují menším kabelovým a satelitním programům nebo regionálním kanálům. Hlavním kritériem úspěšnosti z hlediska konkurence je zaujatý tržní podíl na sledovanosti, který je podstatný pro hlavní zdroj příjmů v podobě příjmů z televizní reklamy. Výdaje na reklamu jsou alokovány podle tržního podílu na celostátní sledovanosti, demografické struktury diváků a cenové tvorby. Na polském televizním trhu zaujímá TVN 30% podíl pro rok 2007 (dle kritéria celonárodní celodenní sledovanosti), polská státní televize TVP zaujímá první místo s 39%, třetím hlavním konkurentem je společnost Polsat se zhruba 27% tržním podílem, zbylých 5% lze připsat menším společnostem. Následující tabulka uvádí tržní podíl společnosti TVN na polském televizním trhu.

Graf č.1: Rozložení polského reklamního trhu podle hlavních skupin



V minulých obdobích TVN stabilně zvyšovala tržní podíl ve sledovanosti, tato pozice by však do budoucna mohla být narušena snahou konkurence o zlepšení tržních podílů na sledovanosti, především pak vyššími investicemi do nových formátů vysílání a obecněji zostřením konkurenčního prostředí. Do budoucna vidíme získání dodatečného tržního podílu na sledovanosti jako stále obtížnější. Nicméně celkový růst polské ekonomiky a tedy i nárůst výdajů na reklamu v nadcházejících letech by měl zostření konkurenčního prostředí vyvážit spolu s diverzifikací zdrojů příjmů společnosti, především pak zaměřením se na nové segmenty trhu s vysokými potenciály růstu. Současnou strategií společnosti je jak organický růst pomocí rozšíření a segmentace (i geografické) programové skladby, tak i vnější růst pomocí akvizic již existujících formátů v podobě nových medií (internetová reklama) a dále například televizní retailový prodej.

## Rizikové faktory

Mezi základní rizikové faktory ovlivňující finanční podmínky společnosti je pokles poptávky po reklamě díky cyklickému vývoji lokální i globální ekonomiky. Dalším možným rizikovým faktorem je neschopnost společnosti v adopci nových forem mediální zábavy, především pak v oblasti online trendů volno-časových aktivit.

Oblastí rizik bezprostředně hrožících společnosti TVN je značná diverzifikace a segmentace vlastní strategie rozvoje, především pak spouštění nových vysílacích medií zaměřených na úzký profil diváků ve více lokálních formách vysílání. Hrožícím rizikem je poté neefektivita vlastního růstu společnosti, vyplývající ze značné komplexnosti operační infrastruktury.

Hlavní složkou výnosů, přibližně 75%, tvoří příjmy z televizní a online reklamy.

Pilíř příjmů tvoří hlavní vysílací kanál TVN channel.

TVN je také podřízena riziku změny směnných kurzů, větší část závazků a výdajů společnosti je denominována v cizí měně, především pak v dolarech a euru. Společnost snižuje riziko pohybu směnných kurzů pomocí hedgingu směnných kurzů. Podstatnější část provozních výdajů, investiční výdaje a výpůjčky jsou převážně denominovány v eurech a v menší míře i v dolarech. Za jinak nezměněných okolností (bez započítání zajišťovacích operací) je odhad zhruba 5% apreciacie eura a dolaru oproti PLN s dopadem na čistý zisk přibližně ve výši 35 tis. PLN.

Dalším rizikem je zostření konkurenčního prostředí v obou segmentech, tedy i v segmentu tzv. nových medií (internetové reklamy). Oblast nových medií reprezentovaná internetovým portálem Onet.pl je vystavena možné konkurenci globálně působících společností jako Google nebo Yahoo!, kteří disponují daleko rozsáhlejšími zdroji pro posílení tržních pozic.

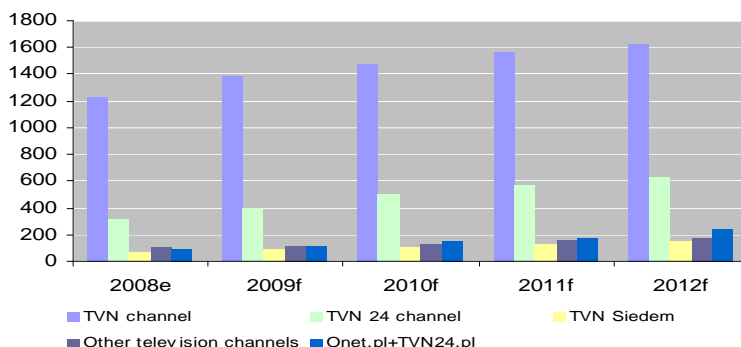
## Tržby

Největší část výnosů TVN je odvozena z televizní a online reklamy, vyjádřeno procentně přibližně 75% výnosů pochází právě ze zmíněných zdrojů. První podstatná složka výnosů, výnosy z televizní reklamy, je prodávána skrze mediální domy a nezávislé mediální agentury. Výnosy z reklamy jsou nejobecněji závislé na všeobecných ekonomických podmínkách, respektive v největší míře na vývoji polské ekonomiky. Do budoucna očekáváme i nadále rostoucí sklon ke spotřebě v Polsku. Na druhou stranu rizikem je možné zpomalení růstu polské ekonomiky v následujících obdobích vyplývající především z ekonomického napojení na ekonomiky západní Evropy, nicméně silný růst středoevropského regionu a ekonomická konvergence by měly tento vliv vyvážit ve formě zmírnění poklesu tempa růstu.

Základním ukazatel oboru televizního trhu je růst výdajů na reklamu, který v roce 2006 dosáhl dvojciferné hodnoty 12%, v roce 2007 dosáhl ukazatel růstu výdajů na reklamu zhruba 12%, přičemž růst výdajů na on-line reklamu v Polsku vzrostl za rok 2007 o 50% na hodnotu 115 miliónů euro (výnosy z tzv. nových medií tvořily v roce 2007 přibližně 5% podíl z celkových příjmů společnosti). V roce 2007 zaujímaly čisté výdaje na televizní reklamu přibližně 51% celkových výdajů a čisté výdaje na internetovou reklamu zaujaly zhruba 5% podíl. Hlavními tahouny růstu výdajů na reklamu byly v roce 2007 telekomunikace, představení nových značek novin a stabilně rostoucí výdaje na reklamu finančního sektoru.

Hlavní porce nárůstu tržeb v roce 2007 šla na vrub hlavnímu kanálu TVN channel, díky růstu prodeje programového času na reklamu. Do budoucna odhadujeme další nárůsty cen vysílacího času na reklamu, tento odhad je založen na udržení silné pozice společnosti TVN při určování cen vysílacího času. TVN na polském trhu s televizí zaujímá pozici cenového tvůrce, do budoucna očekáváme udržení této pozice, ovšem s rizikem nárůstu konkurence. Největší podíl na nárůstu výdajů na televizní reklamu tvoří právě cenové zvýšení v porovnání s růstem celkového objemu výdajů. V případě méně významných položek, kterými jsou například výnosy ze sponzoringu, došlo k solidním nárůstům, nicméně s ohledem na menší podíl na celkových výnosech je tento výsledek možné pouze jako úspěšnou diverzifikaci příjmových zdrojů.

Graf č.2: Očekávaný vývoj tržeb společnosti dle jednotlivých vysílacích kanálů



Zdroj: Cyrrus a.s.

K udržení pozice cenového tvůrce budou do budoucna nutné vyšší výdaje do programového obsahu.

Spolu se zostřováním konkurence a odezněním růstové fáze průmyslu bude docházet k poklesu ziskových marží.

## Náklady

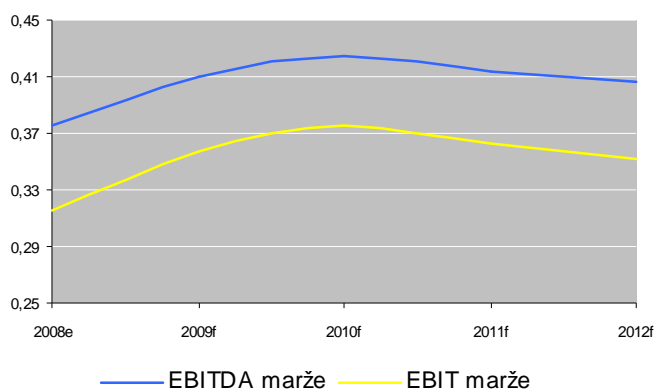
Hlavní podíl provozních nákladů společnosti, přibližně 76% pro rok 2007, tvoří akvizice a vlastní produkce programového obsahu vysílání včetně internetového obsahu. Náklady na výnosy jsou tvořeny z 67% amortizací programových nákladů. Dalšími položkami již menšího významu jsou poté vysílací náklady, platy zaměstnanců, výdaje na opční program, royalties, odpisy televizního a vysílacího vybavení, náklady na marketing a vývoj, nájmy a ostatní poplatky. Hlavní položka akvizice a tvorba programového obsahu, respektive výdaje na obsahovou stránku vysílání, je určující pro výnosy společnosti a dosažený tržní podíl na sledovanosti. Tyto výdaje se projevují obvykle s určitým zpožděním a také sezónně. Do budoucna očekáváme postupný nárůst s ohledem na expanzi společnosti jak pomocí nových akvizic, tak díky pokračujícímu organickému růstu a tedy rozšiřování programové základny. S tím souvisí i nárůst nákladů v produkci lokálního programového obsahu, který je poměrně nákladnější než obsah převzatý od externích subjektů.

I zostřující se konkurence na polském trhu televizního vysílání si vyžádá vyšší investice do programové nabídky v následujících letech, tak aby došlo k udržení pozice cenového tvůrce pro společnost TVN. V oblasti nákladů na prodej očekáváme nárůst v nákladech na nové zaměstnance v souvislosti s růstem společnosti.

## Ziskovost a rentabilita

Provozní marže vzrostly v roce 2007 na hodnotu 31% z hodnoty 29,9% minulého roku. Bez zahrnutí akvizice společnosti Mango a společnosti Grupa Onet dosáhly provozní marže ještě o něco vyšší úrovně 32,9%. Tento výsledek lze přičíst zejména solidním růstům výdajů na reklamu na polském mediálním trhu. Největší nárůst zaznamenala tzv. nová média s EBITDA marží na úrovni 42% za rok 2007. EBITDA marže dosáhly za rok 2007 úrovně 36%, přičemž v minulém roce byly na úrovni 34%. Čistý zisk poklesl meziročně o 6%, tento výsledek lze ale přičíst přecenění opce dluhopisů společnosti v souvislosti s poklesem jejich hodnoty. Po odečtení tohoto vlivu, společně s vlivem odložené daně, dosáhl nárůst zisku meziročně 42%.

Graf č.3: Očekávaný vývoj ziskových marží



Zdroj: Cyrus, a.s.

## Budoucnost

Strategií společnosti je do budoucna konvergence klasického televizního vysílání a internetových služeb zákazníkům, především pak využití synergických efektů ze sdílení komunitního prostředí internetových portálů s klasickým vysíláním. Na tomto poli již v současné době společnost působí v podobě zpravodajského kanálu TVN24.pl. Již nyní je také patrný trend užší spolupráce se zahraničními vysílacími kanály, příkladem může být spuštění nového kanálu TVN CNBC Biznes, kdy došlo k využití informační základny zahraničního subjektu s lokálním know-how společnosti TVN. Očekáváme i do budoucna prohlubování, respektive větší míru prolínání, globálně působících kanálů s lokálními televizními stanicemi. Dalším trendem v průmyslu je využívání možností, které nabízí digitální platforma vysílání, zejména pak ve směru kvalitnějších služeb koncovým zákazníkům.



**Pro budoucnost bude charakteristické stále větší splývání segmentu nových medií s tradičními formami televizního vysílání.**

V krátkodobém horizontu plánuje skupina TVN dva projekty. Prvním bude výstavba nových vysílacích prostor Studio Augustówka, kdy očekávané kapitálové výdaje se pohybují okolo 223 milionů PLN, výstavba bude rozložena celkem do čtyř let. Po roce 2010 společnost očekává roční úsporu nájmu 18 milionů PLN oproti současnému stavu. Druhým projektem je speciální ekonomický kanál MBC Kraków s plánovanou hodnotou projektu 320 milionů PLN. Projekt je opět rozložen do čtyř let s plánovaným termínem dokončení v roce 2010.

V dlouhodobější horizontu očekáváme postupný pokles ziskových marží společnosti jako výsledek zostření konkurenčního prostředí na polském trhu televizního vysílání. Nicméně tento trend bude mírně vyvažován větším podílem segmentu nových medií, které poskytují relativně slibný růstový potenciál a možné synergické efekty. Internetový obsah do budoucna umožní společnosti dalekosáhlejší individualizaci zákaznických služeb a přesnější cílení reklamy dle zadaných kritérií zákazníků. Postupně bude probíhat konvergence směrem k úrovním západních ekonomik v oblasti výdajů na reklamu a s tím související pokles jejich tempa růstu.

## Stanovení hodnoty akcie

### Ocenění metodou diskontovaného cash-flow

Pro ocenění akcií společnosti TVN SA a stanovení cílové ceny je zvolen model diskontovaného cash-flow. Předpoklady, s nimiž jsme pracovali, jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. č 1: Předpoklady modelu FCFE	
Beta	0,85
Bezriziková sazba	4,66%
Riziková prémie	4,75%
Růst reálného HDP	2,00%
Růst inflace	2,00%
Diskontní faktor	8,49%
<i>Zdroj: Cyrrus, Bloomberg</i>	

### Model volného cash-flow k vlastnímu jmění (FCFE)

Na základě modelu volného cash-flow k vlastnímu kapitálu (FCFE), tedy metodou zohledňující budoucí peněžní toky vztahující se k vlastnímu kapitálu společnosti, jsme s využitím výše uvedených předpokladů stanovili cílovou cenu akcie společnosti TVN na hodnotu 24,7 PLN.

Tab. č. 2 Model FCFE (v PLN na akcii)					
	2008f	2009f	2010f	2011f	2012f
Čistý zisk	1,29	1,59	1,85	1,97	2,10
Odpisy	0,30	0,31	0,33	0,37	0,43
Změna pracovního kapitálu	0,42	0,08	0,07	0,06	0,06
Investice	0,60	0,70	0,84	0,98	1,13
Splátky úvěrů	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Nový úvěr	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
FCFE	0,59	1,13	1,29	1,32	32,29
Diskontované FCFE	0,54	0,95	1,01	0,95	21,28
Pokračující hodnota	30,8				
<b>NPV na akcii (PLN)</b>	24,7				
<i>Zdroj: Cyrrus</i>					

## Oborové srovnání

Ve srovnávací analýze byly použity společnosti z regionu střední a východní Evropy nebo společnosti v tomto regionu částečně působící. Asi nejbližší firmou z pohledu srovnání je společnost CME, působící v celkem šesti zemích CEE, v České republice ji zastupuje TV NOVA. Dále byla zařazena švédská televizní společnost Modern Times Group (MTG), která vlastní skupinu mediálních firem včetně české TV Prima. Severská skupina vlastní i majoritu v poslední srovnávané společnosti CTC media, Inc., která je samostatně obchodovaná na NASDAQU.

Srovnání bylo provedeno na základě čtyř poměrových ukazatelů tržního ocenění, P/E, P/BV, EV/EBITDA s P/SALES, přičemž uvedené vážené průměry dle tržní kapitalizace jednotlivých společností.

**Tab. č. 3: Poměrové ukazatele tržního srovnání**

<b>P/E</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009f</b>
CETV	44,13	38,6	22,4	18,7
TVN	31,19	33,2	19,8	16,4
CTCM	43,88	35,2	23,9	19,6
MTGB	14,77	22,7	16,8	14,1
Vážený průměr	34,4	32,6	21,0	17,4
prémie/diskont	-9,2%	1,7%	-5,8%	-6,0%
<b>P/BV</b>				
<b>P/BV</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009f</b>
CETV	3,30	3,6	3,1	2,8
TVN	6,53	5,8	5,0	4,7
CTCM	11,08	8,8	6,4	4,9
MTGB	4,34	5,6	4,4	3,7
Vážený průměr	6,7	6,2	4,8	4,1
prémie/diskont	-2,7%	-6,7%	2,4%	15,3%
<b>EV/EBITDA</b>				
<b>EV/EBITDA</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009f</b>
CETV	21,06	10,5	12,2	10,4
TVN	22,04	15,3	13,4	11,7
CTCM	24,84	20,1	14,5	11,7
MTGB	16,17	15,4	12,6	10,8
Vážený průměr	21,3	15,7	13,3	11,2
prémie/diskont	3,3%	-2,7%	0,8%	4,2%
<b>P/SALES</b>				
<b>P/SALES</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009f</b>
CETV	5,35	5,2	4,2	3,8
TVN	7,24	5,4	4,7	4,1
CTCM	12,58	10,0	7,2	5,8
MTGB	3,21	2,5	2,2	2,0
Vážený průměr	7,6	6,1	4,8	4,1
prémie/diskont	-4,1%	-11,4%	-1,1%	0,8%

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg



Dle ukazatele P/E vykazují akcie společnosti TVN mírný diskont (6% dle P/E 2009e) oproti průměru skupiny, což na první pohled neodpovídá nadprůměrnému růstu ukazatele EPS (CAGR EPS 2006-2009). Nadprůměrná hodnota růstu EPS je však v případě TVN mírně zkreslena nízkou úrovní zisků u společnosti MTG v roce 2009, ve srovnání s ostatními společnostmi již očekávaný růst zisku TVN mírně zaostává a odpovídá tak zmíněnému diskontu akcií TVN. Také mírně nadprůměrné zadlužení TVN potvrzuje oprávněnost diskontu u společnosti TVN.

Na základě ukazatele P/BV (2007) se akcie TVN rovněž obchodují se zhruba 7% diskontem vůči peer group. Nicméně na základě B/BV (2009e) se naopak obchoduje se přibližně 15% premií. Hodnotu P/BV by nejvíce měla ovlivňovat výše rentability vlastního kapitálu (ROE). V tomto směru dosahuje TVN nadprůměrných hodnot (ROE 2009e je o 9,2% nad průměrem peer group), proto považujeme premii ocenění na základě P/BV za odpovídající.

Ukazatel EV/EBITDA se pohybuje prakticky na průměru odvětví s mírným diskontem v roce 2007, na základě EV/EBITDA 2009e naopak s mírnou premií (4%). Očekávaným růstem tržeb (CAGR 2006-2009e) TVN překonává srovnávaný sektor o 8%, naopak u rentability aktiv TVN mírně zaostává. I tento ukazatel tak dle našeho názoru ukazuje, že akcie se obchodují na fundamentálně odpovídající úrovni.

Poslední ukazatel P/SALES ukazuje, že akcie TVN se obchodují na průměru odvětví. Mírně nadprůměrný očekávaný růst tržeb (viz výše) a nadprůměrná čistá zisková marže (19% vs. 18% v 2007, respektive 25% vs. 23% v 2009e) by měly vést k mírné premii ocenění. Na základě tohoto ukazatele se akcie jeví mírně podhodnocené. Nicméně ukazatel P/SALES považujeme svoji konstrukci za nejméně vhodný ze všech použitých.

Poměrová analýza ukázala, že současné tržní ocenění akcií TVN dle našeho názoru odpovídá fundamentálním ukazatelům. Celkově tedy srovnávací analýza potvrzuje naše neutrální doporučení na akcie společnosti TVN. S ohledem na užší výběr skupiny považujeme oborové srovnání za spíše doplňkové ke konečnému hodnocení.

Tab. č.4 Základní ukazatele společnosti TVN			
	2007	2008e	2009f
P/E (x)	33,16	19,78	16,36
P/BV (x)	5,80	4,97	4,72
EPS (PLN)	0,34	0,51	0,61
ROA (%)	18	19	22
ROE (%)	18	28	29
Debt to Equity	0,55	0,45	0,38
Zdroj: TVN, Cyrrus			

## Investiční doporučení

Výslednou cílovou cenu pro společnost TVN jsme na základě modelu DCF stanovili ve výši 24,7 PLN na akcii. Tato cílová cena je o 7,9 % vyšší než uzavírací kurz se dne 5.3.2008 (22,9 PLN) a proto doporučujeme akcie společnosti TVN "DRŽET".

## Výhledové finanční výkazy TVN, S.A.

Tab. č. 5 Rozvaha						
	2008e		2009f		2010f	
Stálá aktiva	2 080 968	65%	2 226 514	61%	2 406 637	59%
Hmotný a nehmotný majetek	2 080 968	65%	2 226 514	61%	2 406 637	59%
Oběžná aktiva	1 136 170	35%	1 398 036	39%	1 660 656	41%
Peníze a ekvivalenty	528 260	16%	759 283	21%	989 370	24%
Pohledávky	607 911	19%	638 753	18%	671 286	17%
<b>Aktiva</b>	<b>3 217 138</b>	<b>100%</b>	<b>3 624 550</b>	<b>100%</b>	<b>4 067 293</b>	<b>100%</b>
Vlastní kapitál	1 758 997	55%	2 087 711	58%	2 459 008	60%
Základní kapitál	745 516	23%	745 516	21%	745 516	18%
Nerozdělený zisk	1 013 481	32%	1 342 195	37%	1 713 492	42%
Dlouhodobé závazky	981 821	31%	981 821	27%	984 067	24%
Úvěry a půjčky	797 340	25%	797 340	22%	797 340	20%
Ostatní	184 481	6%	184 481	5%	186 726	5%
Krátkodobé závazky	476 320	15%	555 017	15%	624 219	15%
<b>Pasiva</b>	<b>3 217 138</b>	<b>100%</b>	<b>3 624 550</b>	<b>100%</b>	<b>4 067 293</b>	<b>100%</b>

Zdroj: Cyrrus

Tab. č. 6 Výkaz zisků a ztrát						
	2008e		2009f		2010f	
Tržby	1 769 910	100%	2 064 392	100%	2 323 341	100%
Provozní náklady	1 105 972	62%	1 217 514	59%	1 335 989	58%
Odpisy	104 166	6%	108 433	5%	116 148	5%
EBIT	559 771	32%	738 446	36%	871 204	37%
EBT	555 697	31%	681 280	33%	796 103	34%
Daň	105 582	6%	129 443	6%	151 260	7%
<b>Čistý zisk</b>	<b>450 114</b>	<b>25%</b>	<b>551 837</b>	<b>27%</b>	<b>644 843</b>	<b>28%</b>

Zdroj: Cyrrus

Tab. č. 7 Výkaz peněžních toků			
	2008e	2009f	2010f
Počáteční zůstatek	111 022	528 260	759 283
Provozní cash-flow	742 094	756 326	870 291
Cash flow z finančních aktivit	619 228	476 038	521 643
Cash flow z investičních aktivit	410 284	231 022	230 086
<b>Konečný stav</b>	<b>528 260</b>	<b>759 283</b>	<b>989 370</b>

Zdroj: Cyrrus

### Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka  
Jan Procházka  
Karel Potměšil  
Lucie Kundrátová  
Ondřej Moravanský  
Jan Lojda

Head of research  
Chief analyst  
Senior analytik  
Analytik  
Analytik  
Analytik

[hatlapatka@cyrrus.cz](mailto:hatlapatka@cyrrus.cz)  
[prochazka@cyrrus.cz](mailto:prochazka@cyrrus.cz)  
[potmesil@cyrrus.cz](mailto:potmesil@cyrrus.cz)  
[kundratova@cyrrus.cz](mailto:kundratova@cyrrus.cz)  
[moravanský@cyrrus.cz](mailto:moravanský@cyrrus.cz)  
[lojda@cyrrus.cz](mailto:lojda@cyrrus.cz)

Banky, energetika, zahr. trhy  
Energetika, letecká doprava  
Farmacie, development  
Petrochemie, spotřební zboží  
Telekomunikace, doprava  
Textilní průmysl, média

### Trading & Sales:

Pavel Píkna  
Kamil Křicner

Brno  
Praha

[pikna@cyrrus.cz](mailto:pikna@cyrrus.cz)  
[kricner@cyrrus.cz](mailto:kricner@cyrrus.cz)

### Portfolio management:

Tomáš Machalický  
Jindřich Rovný

Brno  
Praha

[machalicky@cyrrus.cz](mailto:machalicky@cyrrus.cz)  
[rovny@cyrrus.cz](mailto:rovny@cyrrus.cz)

### Corporate finance:

Tomáš Kunčický

Brno

[kuncicky@cyrrus.cz](mailto:kuncicky@cyrrus.cz)

#### Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. („BCPP“) a podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulý výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

#### Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevyklučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCPP. Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na [www.cyrrus.cz](http://www.cyrrus.cz)

**BRNO**  
Veveří 111 (Platinum)  
616 00 Brno  
Tel.: +420 538 705 711

**PRAHA**  
Radlická 14, Anděl Park  
150 00 Praha 5, Smíchov  
Tel.: +420 221 592 361