

# TVN SA jako podmiot gospodarczy

## Zarys zagadnienia na przykładzie analizy fundamentalnej i próby wyceny spółki w latach 2009–2015

**Daiwa Maksimowicz**

Teoretyczne ujęcie istoty środków masowego komunikowania w większości współczesnych publikacji naukowych koncentruje się raczej na pogłębianiu interpretacji ich zasadniczych funkcji sformułowanych przez brytyjskiego badacza Denisa McQuaila. Chodzi mianowicie o niepodważalnie istotną rolę mediów w kwestii informowania, korelacji stosunków społecznych, utrzymywania ciągłości kulturowej, dostarczania rozrywki czy mobilizowania odbiorców do konkretnych działań<sup>1</sup>.

Tymczasem instytucje medialne w realiach zindustrializowanego świata rządzonego prawami kapitalizmu – mimo niejednokrotnie górnolotnie deklarowanej idei służby społeczeństwu – stanowią przede wszystkim pełnoprawne podmioty gospodarcze. W coraz większym stopniu wpływają na wytworzony w państwie produkt

krajowy brutto, pośrednio decydując o przebiegu cyklu koniunkturalnego.

Naukowa analiza owego aspektu wydaje się współcześnie niewystarczająca pod względem ilościowym, chociaż ekonomika mediów w Polsce zyskuje na znaczeniu dzięki publikacjom takich autorów jak Tadeusz Kowalski<sup>2</sup> i Bohdan Jung<sup>3</sup>, którzy należą do jednych z głównych inicjatorów wprowadzenia badań nad środkami masowego komunikowania w kontekście systemu gospodarczego w pole zainteresowań środowiska akademickiego. Warto też zwrócić uwagę na publikacje poświęcone *stricte* zarządzaniu mediami<sup>4</sup> oraz dorobek zagranicznych twórców (m.in. Roberta G. Picarda i Alana B. Albarrana)<sup>5</sup>.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie ekonomicznej strony środków masowego przekazu za pośrednictwem opisu Grupy TVN jako rzeczywistego podmiotu gospodarczego

<sup>1</sup> D. McQuail, *Teoria komunikowania masowego*, Warszawa 2007.

<sup>2</sup> T. Kowalski, *Media i pieniądze. Ekonomiczne aspekty działalności środków komunikowania masowego*, Warszawa 1998.

<sup>3</sup> T. Kowalski, B. Jung, *Media na rynku. Wprowadzenie do ekonomiki mediów*, Warszawa 2006.

<sup>4</sup> T. Kowalski, *Między twórczością a biznesem. Wprowadzenie do zarządzania w mediach i rozrywce*, Warszawa 2008; B. Nierenberg, *Zarządzanie mediami. Ujęcie systemowe*, Kraków 2011.

<sup>5</sup> R.G. Picard, *The economics and financing of media companies*, New York 2011; A.B. Albarran, *The media economy*, New York 2010.

w długim czasie liderującego spółkom z portfela WIG-Media warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych. Wybór przykładu nie okazał się przypadkowy. Dokładniejsze przyjrzenie się strategii, strukturze organizacyjnej i finansom tego koncernu niejako wymusił jego giełdowy sukces spowodowany udanym debiutem oraz wieloletnim powodzeniem wśród inwestorów. Niebagatelne znaczenie miał również fakt wycofania akcji spółki z obrotu w efekcie przejęcia własności przez amerykańskiego potentata Scripps Networks Interactive. W rezultacie indeks medialny na warszawskim parkiecie zubożał o podmiot stanowiący jeden z wiodących polskich nadawców telewizyjnych.

Koniec giełdowego życia TVN-u, odnotowany w październiku 2015 r., stanowi naturalną cezurę zamykającą rozważania podjęte w niniejszym artykule, natomiast przyjęta data początkowa – rok 2009 – wiąże się z innym przełomowym okresem w działalności spółki. To czas, w którym doszło do istotnych przesławań na szczeblu kierowniczym. Stanowisko prezesa objął wówczas Szwajcar Markus Tellenbach, doświadczony w prowadzeniu kilku dużych zagranicznych koncernów medialnych, ale zasiadający też wcześniej w Radzie Nadzorczej TVN-u. Powołanie nowego zarządu stanowiło wynik przerwania procesu kultywowania rodzinnych tradycji prowadzenia firmy przez potomków jej ojców-założycieli. Syn zmarłego w 2009 r. Jana Wejcherta – Łukasz – zrezygnował z udziału w rozwoju Grupy i wraz z rodzeństwem odszedł na dobre z jej struktur. Drugi z twórców tego czołowego komercyjnego nadawcy telewizyjnego w Polsce – Mariusz Walter – stanął wobec wyzwania ratowania podupadającej finansowo firmy. Jej płynne funkcjonowanie utrudniało przede wszystkim rosnące zadłużenie, dodatkowo spotęgowane koniecznością wy-

płaty odszkodowań na rzecz dzieci Wejcherta opuszczających koncern.

Dążeniem autorki jest wykazanie realnej wewnętrznej wartości koncernu TVN SA, który w omawianych latach – mimo zaznaczonych perturbacji finansowych – znacząco się rozwinął i zyskał uznanie w branży. Posłuży do tego jeden ze sposobów oceny spółki najczęściej wykorzystywanych przez doradców inwestycyjnych, a mianowicie jej analiza fundamentalna. Polega ona na zaprezentowaniu podmiotu pod względem jego zmian sytuacyjnych (dotyczących profilu działalności, kadry zarządzającej, rodzaju wytwarzanego produktu, struktury akcjonariatu, silnych i słabych stron itp.) i finansowych, po uprzednim nakreśleniu tła makroekonomicznego kraju oraz aktualnej sytuacji w branży. „Analiza fundamentalna często uznawana jest za najbardziej prawidłową i merytorycznie poprawną metodę przewidywania kursów akcji. Opiera się na tak zwanych »fundamentach« spółki, czyli – innymi słowy – jej zdolnościach do produkowania pieniędzy”<sup>6</sup>. Ową analizę podsumowuje próba wyceny spółki metodą porównawczą, czyli w odniesieniu do wyników instytucji podobnych ze względu na profil czy osiągniętą kapitalizację.

### **Droga Grupy TVN na Giełdę Papierów Wartościowych**

Od października 2015 r. inwestorzy nie mają już okazji śledzenia giełdowych zachowań jednego z wiodących nadawców telewizyjnych w Polsce. Jego akcje zostały wycofane z obrotu z chwilą przejęcia własności przez Scripps Networks Interactive. Tak zakończyło się niespełna 11-letnie życie spółki TVN na parkiecie. Ostateczna cena pojedynczego papieru wartościowego wyniosła w tym przypadku 19,92 złotego. Choć to wynik o prawie 35 procent gorszy od historycznego rekordu z 2007 r., istniały podstawy do optymizmu

<sup>6</sup>A. Zaremba, *Giełda. Podstawy inwestowania*, Gliwice 2013, s. 93.

stycznego patrzenia w przyszłość. Gdyby spojrzeć na wykres notowań koncernu, począwszy od debiutu (wykres 1.), wyraźnie widać, że układa się on w formację tzw. podwójnego dna, co oznacza prawdopodobne wzrosty. Co interesujące i potwierdzające silny wpływ TVN-u na sytuację w sektorze, notowania układają się podobnie do tych odpowiadających całemu indeksowi WIG-Media w przyjętych latach. Dwa, porównywalne wartościowo, dołki wystąpiły w 2009 i 2012 r.



Wykres 1. Notowania spółki TVN w latach 2004–2015

Źródło: <http://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/quote.html?symbol=TVN> [dostęp: 4.09.2016]

Debiut giełdowy koncernu okazał się spektakularny, lecz nie można pomijać faktu początkowych komplikacji. Pierwotnie na giełdzie miała zaistnieć Grupa ITI – większościowy udziałowiec TVN-u. Pierwsze kroki w tym kierunku podjęto w 2002 r. Zabiegi okazały się nieskuteczne, z uwagi na zawiłą strukturę organizacyjną przedsiębiorstwa, wysokie zadłużenie (głównie na rzecz BRE Banku), konflikt z akcjonariuszem SBS Broadcasting, a także niestabilną sytuację finansową po inwestycjach

w sieć Multikino i platformę internetową Onet.pl. Szczególne wątpliwości wzbudzał fakt pozostawania spółką giełdy luksemburskiej w sytuacji, gdy siedziba firmy mieściła się w Polsce.

Stan organizacyjno-finansowy został uporządkowany w ciągu dwóch kolejnych lat. Kołem ratunkowym była głównie emisja dziesięcioletnich obligacji (na 9,5 procent). Ich zakup przez amerykańskie i brytyjskie fundusze inwestycyjne pozwolił zgromadzić kwotę 235 mln euro<sup>7</sup>.

Zmieniono jednocześnie koncepcję giełdowego debiutu w kontekście podmiotu startującego w jego ramach. Nową spółką miała stać się jedna ze spółek-córek ITI, czyli TVN. Telewizja z ambicjami (ale nadal ze sporym zadłużeniem, oscylującym wokół kwoty 900 mln złotych<sup>8</sup>) potrzebowała dodatkowego źródła finansowania swojej działalności, zakładającej dalszą dywersyfikację, modernizację i rozwój technologiczny. Jej publiczna oferta z grudnia 2004 r., zawierająca ponad 16 milionów sztuk akcji po 32 zł każda, spotkała się ze sporym zainteresowaniem inwestorów. Zamknięcie pierwszej sesji z udziałem TVN-u przyniosło spółce wzrost ceny waloru do 35,20 złotego<sup>9</sup>. Skuteczność Grupy jako uczestnika polskiego rynku kapitałowego potwierdza umieszczenie jej w niecały rok po debiucie najpierw pośród średnich firm giełdowych (MIDWIG), a następnie w WIG-20<sup>10</sup>. „Pod względem kapitalizacji TVN stała się, drugą po Agorze, polską spółką giełdową o nominalnej wartości około 3 mld złotych. Dzięki środkom z emisji akcji uporządkowano strukturę firmy oraz poczyniono kolejne inwestycje. Holding stał się jedną z większych polskich firm medialnych”<sup>11</sup>.

<sup>7</sup> [ftp://ftp.cait.com.pl/emitent/epsi/2005/03/94573.dir/94573\\_02.dir/Raport%20TVN%202004%20PAR%20jdn%20final.pdf](ftp://ftp.cait.com.pl/emitent/epsi/2005/03/94573.dir/94573_02.dir/Raport%20TVN%202004%20PAR%20jdn%20final.pdf) [dostęp: 4.09.2016].

<sup>8</sup> [ftp://ftp.cait.com.pl/emitent/epsi/2005/03/94573.dir/94573\\_02.dir/Raport%20TVN%202004%20PAR%20jdn%20final.pdf](ftp://ftp.cait.com.pl/emitent/epsi/2005/03/94573.dir/94573_02.dir/Raport%20TVN%202004%20PAR%20jdn%20final.pdf) [dostęp: 4.09.2016].

<sup>9</sup> <http://www.wirtualnemedial.pl/artykul/udany-debiut-tvn> [dostęp: 4.09.2016].

<sup>10</sup> [https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/historyczne/2005\\_06\\_17\\_WIG20.pdf](https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/historyczne/2005_06_17_WIG20.pdf) [dostęp: 4.09.2016].

<sup>11</sup> T. Mielczarek, *Monopol. Pluralizm. Koncentracja. Środki komunikowania masowego w Polsce w latach 1989–2006*, Warszawa 2007, s. 344.

To właściwie za sprawą TVN-u inwestorzy dostrzegli gospodarczy potencjał drzemiący w polskich środkach masowego komunikowania. Koncern spowodował wzrost znaczenia indeksu medialnego wśród pozostałych spółek notowanych na giełdzie, a jego rentowność zwróciła uwagę na rozwijającą się prężnie branżę, coraz bardziej wpływającą na wysokość i strukturę produktu krajowego brutto.

### **Analiza fundamentalna TVN SA w latach 2009–2015**

Na każdej firmie, która funkcjonuje jako podmiot gospodarczy, spoczywa obowiązek bacznej obserwacji swoich postępów, zwłaszcza w zakresie finansów, dochodów, wydatków, wielkości produkcji oraz pozycji rynkowej. Oznacza również wkroczenie w pole zainteresowania inwestorów. Z tego względu warto uzmysłowić sobie, co jest dla nich szczególnie istotne w procesie podejmowania decyzji o wyborze spółki, w której należy ulokować własny kapitał.

Realna wartość wewnętrzna TVN-u może być odkryta dzięki uprzedniemu przeglądowi zmian sytuacyjnych i finansowych stacji na tle stanu całego sektora medialnego oraz warunków stwarzanych przez konkurencję, jak również koniunktury gospodarczej państwa.

### **Analiza makroekonomiczna Polski w latach 2009–2015**

Na decyzje inwestorskie w znacznym stopniu wpływa aktualne stadium cyklu gospodarczego państwa. Nie jest zaskoczeniem, że hossy lub bessy zależą od krajowej koniunktury. Co więcej, zmiany WIG niejako wyprzedzają niemal identyczne wskazania PKB. Funkcjonowanie na giełdzie opiera się głównie na prognozowaniu, dlatego tak istotna wydaje się umiejętność trafnej oceny sytuacji gospodarczej.

Od obrad Okrągłego Stołu w 2009 r. minęło 20 lat, w wyniku których komunizm i system gospodarki centralnie planowanej zaczął ustępować miejsca ustrojowi demokratycznemu oraz wolnemu rynkowi. Państwo stało się częścią światowego rynku kapitałowego, otwierając drogę także dla inwestorów zagranicznych. Ci dostrzegli potencjał ekonomiczny kraju położonego na skrzyżowaniu kilku ważnych szlaków komunikacyjnych i prądów kulturowych. Polska zyskała na znaczeniu również po dołączeniu do struktur Unii Europejskiej, OECD i WTO. Istotne okazało się sukcesywne pokonanie skutków światowego kryzysu ekonomicznego z 2008 r. Państwo polskie nazywano zieloną wyspą w Europie, bo jako jedyne w tym czasie odnotowało dodatni wzrost gospodarczy (ponad 1 bilion 340 miliardów złotych<sup>12</sup>).

Polska gospodarka w latach 2009–2015 odznaczała się stabilnością. Świadczy o tym przede wszystkim coroczny przyrost wartości produktu krajowego brutto. Najkorzystniejszą zmianę odnotowano zwłaszcza w 2011 r., kiedy omawiany wskaźnik polepszył wskazania o 4,3 procent.

Po okresowych załamaniach w 2009 i 2012 r. (spowodowanych m.in. krachem gospodarczym, problemami w strefie euro i napiętymi stosunkami z Rosją) krajowa koniunktura zdaje się pozostawać na fali wzrostowej, co sprzyja inwestorom giełdowym oczekującym zwiększenia kapitalizacji firm oraz zyskowej sprzedaży posiadanych papierów wartościowych. Nie zmienia to faktu, że wartość WIG znajduje się na stosunkowo niskim poziomie (50 tys. punktów), zamrożonym niejako od 2011 r. na skutek spadającej inflacji. Rosyjskie embargo, kryzys ekonomii chińskiej, mała aktywność Polski w europejskiej wymianie handlowej i obciążające zmiany prawne, w rodzaju reformy OFE czy wprowadzenia podatku bankowego, doprowadziły do pierwszej od 1989 r. deflacji (-0,2 procent

<sup>12</sup> Dane na podstawie Eurostat, <http://euro-dane.com.pl/polska> [dostęp: 1.07.2016].

w lipcu 2014 r.<sup>13</sup>). Poprawę sytuacji zwiastuje stopniowe podnoszenie rentowności polskich obligacji i przewidywane umacnianie się kursu złotego wobec dolara amerykańskiego.

Pomijając szczegółową analizę innych istotnych wskaźników makroekonomicznych, na którą nie pozwala objętość tego artykułu, można ogólnie stwierdzić, że polska gospodarka w okresie 2009–2015 przeżyła co najmniej dwa pełne cykle koniunkturalne. Odnotowania wymagają dwa wyraźne dołki (w okolicach 2009 i 2012 r.) i następujące po nich fazy ożywienia (zwłaszcza w 2011 oraz od końca 2013 r.). Obecnie (2016 r.) Polska zdaje się pozostawać w stadium ożywienia zapoczątkowanym dwa lata wcześniej.

### **Analiza branżowa polskiego sektora medialnego w latach 2009–2015**

Media stanowią istotną gałąź polskiej gospodarki. Wpływ na taki stan rzeczy ma przede wszystkim ich nieustający rozwój przekształcający środki tradycyjne w określane dziś mianem nowych nowych, dostosowanych do rodzącego się społeczeństwa sieciowego. Informacja stała się jednym z najbardziej pożądanых towarów. Zaostrzająca się wciąż walka konkurencyjna między poszczególnymi podmiotami prowadzi do ciągłego poszerzania oferty, polepszania jakości usług i wprowadzania innowacyjnych sposobów komunikacji z publicznością.

Na znaczenie mediów wpływa też wzrost rynku reklamy. W 2011 r. globalna firma doradcza PwC prognozowała, co następuje: „Po 11% spadku w 2009 r. rynek reklamy zwiększył się o 5,8% w 2010 r. Szacujemy, że do 2015 r.

wzrost ten będzie kontynuowany w tempie 5,5% rocznie – z 442 mld USD w 2010 r. do 578 mld USD”<sup>14</sup>.

Niesłabnący popyt na produkty medialne jest jednym z najistotniejszych czynników wzrostu rynku reklamy. – informacja i wiedza to w ostatnich latach towary niemal pierwszej potrzeby. Zauważalna jest jednak tendencja do zmiany odbiorczych przyzwyczajeń. Największe wzrosty wydatków konsumenckich w dziedzinie rozrywki i mediów w okresie 2011–2016 odnotowano w zakresie dostępu do sieci, reklamy internetowej, a także płatnych usług telewizyjnych<sup>15</sup>.

Sami czytelnicy/słuchacze/widzowie zmienili postawę z biernej na aktywną. Stali się w ten sposób prosumentami, osobiście wpływając na rodzimą ofertę medialną i decydując o czasie oraz miejscu kontaktu z wybranymi programami, filmami itp. A to oznacza postępujący rozwój blogosfery, serwisów społecznościowych czy usług w rodzaju Video on Demand (VoD).

Swoistym przełomem okazało się uruchomienie w Polsce systemu cyfrowej telewizji naziemnej – bezpłatnej w odbiorze (proces cyfryzacji zakończono w lipcu 2013 r.). Wiele osób zyskało wówczas dostęp do bogatej oferty kanałów, w tym trzech z portfolio Grupy TVN. Ten nadawca wkrótce okazał się najpopularniejszym spośród wszystkich propozycji na multipleksach (84 proc. respondentów wskazało go jako najciekawszego w badaniu Projekt Cyfrowizja z 2014 r.<sup>16</sup>) Kolejne przeobrażenia systemu medialnego doprowadziły do sytuacji, w której ów sektor stanowił 1,89 proc. polskiego PKB (2008 r.<sup>17</sup>). W 2014 r. GUS wycenił jego wartość na 30,9 mld złotych.

<sup>13</sup> Dane na podstawie GUS, stat.gov.pl [dostęp: 1.07.2016].

<sup>14</sup> <http://www.pwc.pl/pl/media/2011/entertainment-and-media-outlook.html> [dostęp: 1.07.2016].

<sup>15</sup> Dane na podstawie *Global Entertainment & Media Outlook 2012–2016*, <http://www.pwc.pl/pl/media/2012/entertainment-and-media-outlook-2012-2016.html> [dostęp: 1.07.2016].

<sup>16</sup> Badanie pt. *Projekt Cyfrowizja*, Dom Mediowy MEC, 2014, <http://www.mecglobal.pl/news/stopklatka-ciekawa-discovery-po-dane-mec-prezentuje-projekt-cyfrowizja/> [dostęp: 1.07.2016].

<sup>17</sup> Dane GUS, *Strategia rozwoju rynku medialnego w Polsce w latach 2015–2020*, red. W. Dziomdziora, J. Weksler, Warszawa 2015, s. 7.

Aktualnie rodzimy rynek medialny podlega kilku ważnym tendencjom. Wymienia się wśród nich segmentację, cyfryzację, konwergencję oraz konsolidację. Mimo postępującej lawinowo popularności internetu i korzystania ze środków masowego przekazu na urządzeniach mobilnych, nie zniknęły jeszcze całkowicie media tradycyjne: prasa drukowana, radio i telewizja. Największym zainteresowaniem wśród odbiorców cieszy się zdecydowanie ta ostatnia. W bogatej ofercie nadawców wyróżniają się zwłaszcza cztery podmioty (tzw. wielka czwórka): TVP1, TVP2, TVN oraz Polsat. Jest tu więc po dwóch przedstawicieli telewizji publicznej i komercyjnej. Według analizy przedstawionej przez Krajową Radę Radiofonii i Telewizji<sup>18</sup>, w II kwartale 2016 r. największy udział w rynku telewizyjnym osiągnął Polsat (11,86 proc.), a najmniejszy – TVP2 (8,29 proc.), TVN zajął trzecią pozycję, z wynikiem 10,46 proc. i w porównaniu z analogicznym okresem 2015 r. stracił 0,18 punktu procentowego.

Co istotne, TVN zajmuje obecnie pierwsze miejsce w rankingu najciekawszej oferty online (34 proc. respondentów), za nim znalazł się Polsat (28 proc.) i TVP1 (16 proc.)<sup>19</sup>.

Omawiany segment doświadcza coraz intensywniejszej ingerencji świata wirtualnego. W ostatnich latach zyskuje bowiem na znaczeniu telewizja internetowa (IPTV). Ponadto w niektórych gospodarstwach domowych są użytkowane odbiorniki o technologii pozwalającej łączyć tradycyjną telewizję z usługami oferowanymi przez sieć. W efekcie rozwija się telewizja hybrydowa.

Polska publiczność ma obecnie dostęp do 24 programów w ramach telewizji naziemnej oraz około 200 polskojęzycznych kanałów znajdujących się w ofercie dystrybutorów satelitarnych

i kablowych. Rynek telewizyjny charakteryzuje się dążeniem do specjalizacji oraz poszukiwania nowych, skutecznych metod dotarcia do odbiorcy (duży nacisk kładzie się zwłaszcza na urządzenia mobilne). Poszczególni nadawcy – jako firmy medialne – finansują swą działalność głównie dzięki współpracy z reklamodawcami (kupującymi uwagę konkretnych grup społecznych, co skutkuje rosnącą rolą kanałów tematycznych skupiających się niejednokrotnie na rynkowych niszach). Inne formy pozyskiwania przychodów to sprzedaż praw do konkretnych audycji, świadczenie rozmaitych usług czy funkcjonowanie na rynku kapitałowym. Telewizja publiczna ma ponadto do dyspozycji środki pochodzące z opłat abonamentowych.

Branżę medialną w Polsce nadzoruje kilka instytucji państwowych (m.in. Ministerstwo Kultury i Dziedzictwa Narodowego, Ministerstwo Cyfryzacji, Ministerstwo Skarbu Państwa, Ministerstwo Edukacji Narodowej, Krajowa Rada Radiofonii i Telewizji, Urząd Komunikacji Elektronicznej) oraz prywatnych (m.in. Izba Wydawców Prasy, Stowarzyszenie Autorów ZAiKS, Polska Izba Radiodiffuzji Cyfrowej). Dbają one głównie o przestrzeganie reguł prawnych dotyczących mediów, zachowanie warunków uczciwej konkurencji, zapewnienie dobra odbiorców, udzielanie licencji itp. W warunkach wolnego rynku podmioty komercyjne nie są jednak własnością rządu, więc wszelkie drastyczne fluktuacje na poziomie organów państwowych są obojętne dla potencjalnych inwestorów. Należy jedynie zwrócić uwagę na zmiany prawno-legislacyjne dotyczące mediów. Do podstawowych aktów normatywnych regulujących tę sferę zalicza się przede wszystkim ustawę prawo prasowe, ustawę o radiofonii i telewizji, ustawę o pra-

<sup>18</sup> [http://www.krrit.gov.pl/Data/Files/\\_public/Portals/0/kontrola/program/tv/kwartalne/rynek-telewizyjny-w-ii-kw.-2016.pdf](http://www.krrit.gov.pl/Data/Files/_public/Portals/0/kontrola/program/tv/kwartalne/rynek-telewizyjny-w-ii-kw.-2016.pdf) [dostęp: 4.09.2016 r.].

<sup>19</sup> <http://www.wirtualnemedial.pl/artykul/w-internecie-brakuje-nam-national-geographic-i-discovery-tvn-z-najciekawsza-oferta> [dostęp: 4.09.2016].

wie autorskim i prawach pokrewnych, ustawę prawo telekomunikacyjne.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na ostatnio wprowadzone zmiany prawne dotyczące mediów. Klub Poselski Prawo i Sprawiedliwość, posiadający od października 2015 r. większość parlamentarną, przeforsował nową ustawę medialną. Zgodnie z jej zapisami zostanie wprowadzona m.in. opłata audiowizualna, a media publiczne będą przekształcone w instytucje mediów narodowych (czyli nie będą już spółkami prawa handlowego). Kadra zarządcza TVP, Polskiego Radia oraz PAP będzie powoływana i odwoływana przez powołaną w lipcu 2016 r. Radę Mediów Narodowych<sup>20</sup>.

Można stwierdzić, że media tradycyjne w Polsce znajdują się obecnie w fazie dojrzałości. Reprezentujących je podmiotów jest na rynku wiele, by wymienić choćby około 200 polskojęzycznych kanałów telewizyjnych, a zarządzający mediami skupiają się nie tyle na poszerzaniu oferty, ile na rozwijaniu strategii promocyjnej.

Walkę konkurencyjną toczą obecnie głównie wielkie koncerny i wydawnictwa (w tym te z udziałem kapitału zagranicznego) prowadzące w większości zdywersyfikowaną działalność. Przede wszystkim należy tu wymienić Agorę, Cyfrowy Polsat, Grupę Wirtualna Polska, Telewizję Puls, Bauer Media, Eurozet, ZPR Media, Ringier Axel Springer, Polską Press Grupę, Gremi Business Communication, Infor Biznes, Niezależne Wydawnictwo Polskie, Bonnier Business Polskę, Instytut Gość Media, Politykę, Fratrię, Orle Pióro, Agencję Wydawniczo-Reklamową „Wprost”, Tygodnik Powszechny, Warszawską Prowincję Redemptorystów, publiczne radio i telewizję, a także Scripps Networks Interactive (właściciela TVN-u). Na polskim rynku medialnym występuje oligopol, a konkurencja przyjmuje tu postać niedoskonałej.

## **Analiza sytuacyjna spółki TVN SA w latach 2009–2015**

Scripps Networks Interactive nie zrewolucjonizował profilu Grupy TVN. Stanowił on bowiem jedną z przyczyn nieoczekiwanego zakupu tego wiodącego polskiego nadawcy telewizyjnego. Dotychczasowa strategia programowa spółki odpowiada koncepcji Amerykanów. Telewizja, założona przez Mariusza Waltera i Jana Wejcherta, od początku miała bowiem oferować zawartość ambitną merytorycznie, skierowaną do młodej, wykształconej i wielkomięskiej publiczności. Od 1997 r., kiedy podmiot spod żółto-niebieskiego logo uzyskał koncesję, rozwinął znacznie swą działalność. Telewizja Nowa postawiła głównie na dywersyfikację. Obok nadawania i produkcji programów telewizyjnych (także w ramach płatnej platformy cyfrowej) zajmuje się rozwojem oferty online.

Warto jednak nadmienić, że strategia programowa Grupy TVN zarządzanej przez Scripps Networks Interactive dopiero się kształtuje. Można przypuszczać, że oferta nadawcy poszerzy się o kanały charakterystyczne dla stacji dotychczas zarządzanych przez nowego właściciela (głównie podróżnicze, kulinarne, poradnikowe etc.) i przybliży go do bardziej lifestyle'owego.

W portfolio Grupy znajduje się obecnie 12 kanałów. Główny TVN pozostaje od lat w czołówce najchętniej oglądanych z uwagi na status *trendsettera* w zakresie wysokiej jakości rozrywki oraz audycji publicystycznych i informacyjnych (*Fakty*). To tutaj polską inicjację przeżył format *reality show* (za sprawą *Big Brothera*). Poza nim wyróżnia się filmowo-rozrywkowy TVN7, *life-style'owy* TVN Style, motoryzacyjny TVN Turbo, polonijny iTVN oraz iTVN Extra, tele-sprzedazowy Mango24, popularno-naukowy TTV, biznesowy TVN24BiS, regionalny NTL Radomsko, a także typowo filmowy

<sup>20</sup>Dz.U. z 2016 r. poz. 929.

TVN Fabuła. Poszukiwanie niszowych rynków świadczy o postępowaniu w zgodzie z oczekiwaniami odbiorców. Na szczególną uwagę zasługują dwa pionierskie w skali kraju kanały Grupy TVN. Mowa o TVN24, który jako pierwszy zaoferował całodobowy dostęp do informacji, zaś TVN Meteo (dziś pod nazwą TVN Meteo Active) poświęcił swój program w całości komunikatom pogodowym. Koncern nawiązał też swego czasu współpracę z partnerem zagranicznym. Platformę *n* połączył bowiem z francuską Cyfra+, dając początek satelitarnej *nc+*. Do produktów spółki należy również jedna z większych w Europie Środkowo-Wschodniej agencji informacyjnych oraz biuro sprzedaży reklam TVN Media. Z koncernem jest ponadto związana działalność charytatywna pod egidą Fundacji TVN „Nie jesteś sam”, do kwietnia 2016 r. prowadzonej przez żonę jednego z założycieli telewizji – Bożenę Walter, którą zastąpiła dziennikarka Katarzyna Kolenda-Zaleska.

TVN stała się spółką notowaną na giełdzie w 2004 r., a 11-letnia obecność na warszawskim parkiecie zwiększyła kurs jej akcji o 180 procent. Zaznaczone wcześniej dołki w koniunkturze gospodarczej odbiły się na cenie papierów wartościowych TVN-u (bowiem jak każdy nadawca telewizyjny pozostaje podmiotem cyklicznym). Najniższą wartość akcji odnotowano w 2012 r. (niespełna 6 zł), najwyższą – w 2007 r. (ok. 29 zł). Obecność na parkiecie GPW przyniosła Grupie zysk na poziomie ponad 21 mld złotych. Łączny wolumen obrotu wyniósł w tym czasie więcej niż miliard sztuk akcji.

W omawianym czasie firma – po objęciu prezesury przez Markusa Tellenbacha – skon-

centrowała się na działalności inwestycyjnej, dywersyfikacji oferty oraz poszukiwaniu partnerów strategicznych. Powstało kilka nowych, wymienionych wcześniej, kanałów tematycznych, uruchomiono także serwis OnetVoD (2010 r.), a także przejęto Neovision Holding, która stała się częścią przyszłej platformy *nc+* (2012 r.). „Transakcja wiąże się z wniesieniem przez TVN „n” do CYFRY + w zamian za 32% udziałów w nowej, połączonej platformie cyfrowej *nc+*. Jednocześnie, Grupa CANAL+ zapłaciła Grupie ITI 277 milionów euro za 40% udziałów w N-Vision, która pośrednio jest właścicielem 52,45% akcji Grupy TVN. Grupa ITI zachowa pozostałe 60% pakietu kontrolnego w N-Vision”<sup>21</sup>.

Ważnym krokiem było nawiązanie współpracy z Grupą TP, Stawką i Ringier Axel Springer. Temu ostatniemu w 2012 r. sprzedano większościowy pakiet udziałów w Onecie, pozyskując tym samym ponad 950 mln złotych<sup>22</sup>.

Lata 2009–2015 to także czas przyznania TVN-owi kilku prestiżowych branżowych nagród (m.in. tytuł „Telewizji 25-lecia” podczas gali Grand Press w 2014 r.). Zaufanie inwestorów może budzić również wysoko wykwalifikowana, doświadczona w dziedzinie zarządzania mediami – w tym tymi zagranicznymi – kadra kierownicza. Wewnętrzny nadzór nad spółką sprawuje Walne Zgromadzenia, Rada Nadzorcza oraz Zarząd z p.o. prezesa Jimem Samplesem na czele (prezes ds. międzynarodowych ze Scripps Networks Interactive zastąpił Markusa Tellenbacha w lipcu 2016 r.). „Scripps Networks Interactive w komunikacie podkreślił, że zmiana nastąpiła dokładnie rok po przejściu przez spółkę TVN-u”<sup>23</sup>.

<sup>21</sup> <http://n-6-4.dcs.redcdn.pl/dcs/o2/tvn/web-content/m/p92/f/39e4973ba3321b80f37d9b55f63ed8b8/23c89508-3af3-11e2-b247-0025b511229e.pdf> [dostęp: 4.09.2016].

<sup>22</sup> <http://investor.tvn.pl/publikacje-aktualnosci/tvn-sa-i-ringier-axel-springer-media-ag-uzgodnily-strategiczne-partnerstwo-w-odniesieniu-do-onetpl,59255.html> [dostęp: 4.09.2016].

<sup>23</sup> <http://www.wirtualnemedi.pl/artykul/markus-tellenbach-odchodzi-z-tvn-nowym-prezesem-jim-samples> [dostęp: 4.09.2016].



Każdy z pozostałych pięciu członków Zarządu zajmuje się innym działem firmy, wyróżniając się przy tym wiedzą na poziomie eksperckim. Obecnie wszystkie udziały w Grupie TVN należą do Scripps Networks Interactive. Jednak do 2014 r. większościowy udział w strukturze akcjonariatu koncernu posiadała Grupa ITI – należało do niej z reguły ok. 60 proc. akcji. Z *free floatu* skorzystały wówczas szczególnie wybrane fundusze inwestycyjne i emerytalne.

W 2015 r. amerykański potentat rozpoczął przejmowanie udziałów w TVN. Początkowo wykupił te, które były warte 584 mln euro<sup>24</sup>. By objąć całkowitą kontrolę nad przedsiębiorstwem, ogłosił wezwanie na cały pakiet akcji, ostatecznie wycofując spółkę z giełdy w październiku<sup>25</sup>.

Podsumowanie analizy sytuacyjnej Grupy TVN będzie stanowić przegląd silnych i słabych stron firmy, jak również szans oraz zagrożeń przed nią stojących (SWOT).

Wśród atutów koncernu znajdują się:

- bogata oferta zróżnicowanych tematycznie i targetowo kanałów telewizyjnych
- wysoka oglądalność i branżowy prestiż
- *trendsetterski* charakter
- zatrudnianie popularnych i docenianych osobowości telewizyjnych
- nowatorskie i dobrze wyposażone studia informacyjne oraz nagraniowe
- zdywersyfikowana działalność
- partnerstwo strategiczne z zagranicznymi podmiotami
- atrakcyjna wśród reklamodawców grupa docelowa odbiorców
- rozwój segmentu online, usług VoD, oferty na urządzenia mobilne itp.

Słabe strony to:

- nieregularność ramówki
- zjawisko nadmiernej celebrytyzacji, zbyt nie nastawienie na rozrywkę
- duże zadłużenie
- cykliczność segmentu (zależność od koniunktury w kraju).

Wśród szans dla koncernu TVN dostrzega się w szczególności:

- ożywienie gospodarcze prognozujące wzrost wydatków konsumpcyjnych na media
- uruchomienie bezpłatnej cyfrowej telewizji naziemnej, zwiększające grono odbiorców stacji
- postępujący rozwój działalności online dostosowujący koncern do oczekiwań współczesnych odbiorców
- czołową pozycję telewizji w kręgu zainteresowania reklamodawców
- wprowadzenie dodatkowych źródeł finansowania pod postacią sponsorowania filmów i debiutu giełdowego
- przejęcie własności przez Scripps Networks Interactive stwarzające warunki do spłaty zadłużenia i dostosowania koncernu do światowych standardów medialnych.

Widoczne są również pewne zagrożenia wynikające w większości z niestabilnego charakteru koniunktury gospodarczej. Są to:

- proces starzenia się społeczeństwa
- zaostrzająca się walka konkurencyjna (zwłaszcza w odniesieniu do Polsatu)
- zależność od zmian prawno-legislacyjnych oraz zasad udzielania koncesji
- załamanie rynku reklamy
- stopniowe odchodzenie publiczności od mediów tradycyjnych.

<sup>24</sup> <http://investor.tvn.pl/publikacje-aktualnosci/scripps-networks-interactive-sfinalizowal-przejecie-pakietu-kontrolnego-tvn,172960.html> [dostęp: 4.09.2016].

<sup>25</sup> Zgodnie z wymogami zawartymi w ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2009 r. Nr 185 poz. 1439).

## Analiza finansowa spółki TVN SA w latach 2009–2015

Ta część analizy fundamentalnej spółki opiera się na przeglądzie i interpretacji najważniejszych składowych corocznych raportów finansowych Grupy<sup>26</sup>. Pozwalają one ocenić płynność, rentowność i rzeczywistą sytuację firmy jako podmiotu gospodarczego.

### *Rachunek zysków i strat*

Zestawienie pozwala porównać wysokość osiągniętych dochodów do ponoszonych kosztów. Największy udział w przychodach spółki mają wpływy ze sprzedanego reklamodawcom czasu antenowego. Z tego powodu załamanie na rynku reklamy spowodowało tendencję zniżkową, począwszy od 2012 r. Poziom przychodów spółki w latach 2009–2015 wynosił średnio ok. 1,56 mld złotych. Nieregularnie przebiegała dynamika zysku netto – najwiarygodniejszej zmiennej w przypadku danych finansowych przedsiębiorstwa. W 2012 r. nastąpiło odbicie, jednak rok później miał miejsce historycznie najniższy wynik w omawianym okresie (strata na poziomie prawie 170 mln złotych). Ale w 2014 r. zysk netto wzrósł o ponad 280 mln złotych.

### *Rachunek przepływów pieniężnych*

*Cash flow statement* to przedstawienie trzech źródeł wpływów bądź strat wygenerowanych przez firmę w danym roku. Operacyjne stanowią pozyskane środki pieniężne bez podatku dochodowego, finansowe odzwierciedlają drogi finansowania, inwestycyjne zaś odnoszą się do zysku ze sprzedanego majątku lub koszty wynikające z podejmowanych inwestycji.

Działalność gospodarcza spółki przyniosła dość stabilne dochody. Wszystkie kwoty przyjęły tu wartość dodatnią, co oznacza zdolność

pokrycia wydatków bieżących koniecznych w danym okresie. Wpływy netto z działalności operacyjnej wyniosły średnio 452 mln zł, najniższe wygenerowano w 2012 r. – czasie kryzysu ekonomicznego.

Sektor finansowy odznaczał się w przeważającej większości stratami wynikającymi głównie ze spłaty zadłużenia. Jedynie w 2009 r. odnotowano tu wartość dodatnią, na co miała wpływ emisja obligacji Senior Notes.

Mimo znacznych kosztów finansowych w danym okresie Grupa podjęła istotne kroki inwestycyjne. Największe zyski w tym zakresie odnotowano w 2012 r. w wyniku sprzedaży platformy Onet za kwotę 969 mln złotych.

### *Bilans finansowy*

Inaczej rzecz ujmując, jest to zestawienie aktywów i pasywów, czyli wartości posiadanych środków trwałych i obrotowych oraz źródeł ich sfinansowania. Kwoty obu z nich zawsze są sobie równe, wobec czego można je przedstawić za pomocą jednej sumy bilansowej. Wartość owej zmiennej w latach 2009–2015 utrzymywała się na średnim poziomie 5,29 mld złotych, najniższe kwoty osiągnięto w kryzysowych 2009 i 2012 r. (mniej niż 5 mld złotych). Należy przy tym zaznaczyć, że za każdym razem aktywa trwałe były warte więcej niż obrotowe. „Wśród aktywów obrotowych grupami o największym udziale były należności z tytułu dostaw i usług oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty, na które składają się środki pieniężne będące zabezpieczeniem udzielonych gwarancji bankowych”<sup>27</sup>. W pasywach zaś dominowały zobowiązania wobec podmiotów zewnętrznych, a nie kapitał własny firmy. Wpływały na to przede wszystkim konsekwencje emisji wspomnianych wcześniej obligacji.

<sup>26</sup> Wszystkie dane dotyczące działalności finansowej Grupy TVN pochodzą z raportów opublikowanych na stronie internetowej investor.tvn.pl [dostęp: 1.07.2016].

<sup>27</sup> M. Wodzińska, *Wycena Grupy TVN [w:] Wycena spółek z WIG30. Specyfika, metody, przykłady*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Warszawa 2014, s. 90.

**Wskaźniki rynkowe**

TVN jako spółka giełdowa była oceniana ze względu na kilka inwestorsko istotnych wskaźników. Szczególnie ważna wydaje się być kapitalizacja odzwierciedlająca w zasadzie wartość firmy na parkiecie (tabela 1.). Stanowi ją iloczyn ceny akcji i ogólnej jej liczby w danym czasie.

Tabela 1. Kapitalizacja spółki TVN w latach 2009–2015

Rok	Wartość kapitalizacji (w mld zł)
2009	4,86
2010	5,83
2011	3,54
2012	3,42
2013	5,09
2014	5,71
2015 (30 VI)	6,50

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych

Średnia wartość w tym zakresie wyniosła ok. 4,99 mld zł i była o ok. 125 procent wyższa od tej z 2004 r. Nie dorównywała ona wprawdzie największym polskim spółkom giełdowym w rodzaju PKO Banku Polskiego (ok. 34 mld zł kapitalizacji), jednak w swoim sektorze była liderem. Wartościowo zbliżał się do niej jedynie

Cyfrowy Polsat (kapitalizacja na poziomie ok. 4,76 mld zł<sup>28</sup>).

Inne ważne wskaźniki rynkowe odnoszące się do sytuacji TVN-u na giełdzie zostały ujęte w formie tabeli (tabela 2.).

Największy zysk na jedną akcję (EPS) miał miejsce w 2009 r. W kolejnych latach nie przekroczył jedności, co wynikało w głównej mierze z poniesionych strat finansowych. Dywidenda najwyższą wartość osiągnęła w 2013 r. Wtedy też odnotowano najkorzystniejszy zwrot funduszy włożonych na rzecz zakupu pojedynczej akcji. Co ciekawe, w 2014 r. władze spółki zrezygnowały z wypłaty części zysku należnej akcjonariuszom z uwagi na skup akcji.

Przydatne przy określaniu opłacalności inwestycji wydają się zwłaszcza wskaźniki C/Z (cena akcji do zysku z niej) oraz C/WK (stosunek kapitalizacji do wartości księgowej firmy). Zdaniem ekspertów, ten pierwszy wskaźnik oznaczałby rentowność zakupu papierów wartościowych Grupy TVN tylko w 2009 r. (wartość dodatnia, mniejsza niż 15). Wartość drugiego spadła znacząco w 2012 r., po czym rozpoczęła się tendencja wzrostowa. Najlepsza całkowita stopa zwrotu w przypadku akcjonariuszy (TSR) miała miejsce w 2013 r., choć w 2011 i 2012 r. przyjęła wartości ujemne.

Tabela 2. Wskaźniki giełdowe/rynkowe Grupy TVN w latach 2009–2015

Rok	EPS	DPS	Stopa dywidendy (w proc.)	C/Z	C/WK	TSR (w proc.)
2009	1,20	0,57	4,21	11,29	2,65	7,41
2010	0,81	0,31	1,82	21,02	2,88	21,43
2011	-0,92	0,04	0,39	-8,15	3,83	-40,5
2012	0,01	0,10	1,01	987	1,03	-14,42
2013	-4,88	0,64	4,41	-4,99	1,72	59,29
2014	0,32	–	–	50,62	1,97	9,46
2015 (30 VI)	0,34	0,30	1,57	58,59	6,62	9,86

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych

<sup>28</sup> [https://www.gpw.pl/indeksy\\_gieldowe?isin=PL9999999755&ph\\_tresc\\_glowna\\_start=show#portfel](https://www.gpw.pl/indeksy_gieldowe?isin=PL9999999755&ph_tresc_glowna_start=show#portfel) [dostęp: 1.07.2016].

## TVN SA a inne spółki medialne. Wycena podmiotu metodą porównawczą

Na potrzeby obranej metody wyceny zostaną zestawione wyniki trzech aktualnie najpłynniejszych (stan na 23.05.2016 r.) spółek warszawskiego indeksu WIG-Media: Cyfrowego Polsatu, Agory i Wirtualnej Polski.

Uwzględnione w obliczeniach wskaźniki obejmują: C/Z (75 proc. wagi), a także C/WK (25 proc. wagi)<sup>29</sup>.

Tabela 6. Wskaźniki rynkowe Cyfrowego Polsatu, Agory i Wirtualnej Polski

Spółka	C/Z	C/WK
Cyfrowy Polsat	12,10	1,36
Agora	104,50	0,52
Wirtualna Polska	104,10	3,88
średnia	73,57	1,92

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie gpw.pl

Średnie wartości obranych indyktorów są niższe w stosunku do tych odpowiednich dla Grupy TVN w połowie 2015 r. Pozwala to wnioskować o niedowartościowaniu wyników finansowych prezentowanej spółki. Iloczyn osiągniętego przez TVN zysku netto (2014 r.) i średniej C/Z wybranych spółek medialnych wynosi ok. 8,25 mld zł. W odniesieniu do wartości księgowej otrzymany wynik plasuje się na poziomie ok. 5,56 mld zł.

Po uwzględnieniu obranych wcześniej wag otrzymuje się:

$$8,25 \times 0,75 + 5,56 \times 0,25 = 7,5775$$

Wyliczona suma to wartość wewnętrzna Grupy TVN za 2014 r. Dla porównania, jej kapitalizacja w tym okresie wyniosła ok. 5,71 mld zł. Stąd wynika konkluzja o potencjale wzrostu w wysokości 32,7 proc. O tyle właśnie kapitalizacja spółki powinna być większa, by mogła wyprzedzić wyniki obecnej czołówki indeksu WIG-Media. Niemniej, gdyby nadal była notowana na giełdzie, pozostawałaby atrakcyjna dla inwestorów, gdyż osiągnięty wynik wskazuje na stosunkową tanią akcją powszechnie dobrze ocenianej spółki.

## Podsumowanie

Wycofanie Grupy TVN z indeksów giełdowych znacznie uszczupliło sektor medialny na warszawskim parkiecie. Aktualnie notowanych jest tu 13 spółek, jednak wartość kapitalizacji tylko trzech z nich przekracza 400 mln zł. Ponad 70 proc. udziałów w portfelu WIG-Media posiada obecnie Cyfrowy Polsat, o wartości rynkowej przekraczającej 5 mld<sup>30</sup>. To największa medialno-telekomunikacyjna grupa w Europie Środkowo-Wschodniej zajmująca 26 proc. polskiego rynku reklamowego<sup>31</sup>. Według danych finansowych za 2015 r.<sup>32</sup>, jej roczny dochód wyniósł ponad 9 mld. W II kwartale br. "łączna liczba usług świadczonych przez Cyfrowy Polsat wyniosła 16,71 mln i była o 2,2 proc. wyższa niż rok wcześniej [firma nie podaje liczby klientów, których obsługuje]. 12,88 mln zł to były tzw. usługi kontraktowe (wzrost o 4,1 proc.), czyli opierające się na umowach z abonamentu, na które składało się: 6,56 mln – z usług telefonii komórkowej, 4,63 mln – z usług płatnej telewizji, 1,69 mln – z usług internetu"<sup>33</sup>.

<sup>29</sup> Ich wartości dla trzech wybranych spółek pochodzą z danych zawartych na stronie internetowej Giełdy Papierów Wartościowych, a aktualnych na dzień 23.05.2016 r.

<sup>30</sup> [https://www.gpw.pl/indeksy\\_gieldowe?isin=PL999999755&ph\\_tresc\\_glowna\\_start=show#portfel](https://www.gpw.pl/indeksy_gieldowe?isin=PL999999755&ph_tresc_glowna_start=show#portfel) [dostęp: 4.09.2016].

<sup>31</sup> <http://raportroczny2015.grupapolsat.pl/en> [dostęp: 4.09.2016].

<sup>32</sup> <http://raportroczny2015.grupapolsat.pl/en/financial-results/financial-data> [dostęp: 4.09.2016].

<sup>33</sup> <http://businessinsider.com.pl/media/wyniki-finansowe-cyfrowego-polsatu/p240rhq> [dostęp: 4.09.2016].

Po wycofaniu TVN-u z obrotu giełdowego liderem polskiego indeksu WIG-Media został podmiot, który główną część własnych przy-

chodów pozyskuje, świadcząc usługi telewizji cyfrowej oraz dzięki zapewnieniu dostępu do internetu.