

## TVN S.A. – Cel oferty publicznej

# Konwersja, czyli odzyskać gotówkę

Konwersja: Akcjonariusze ITI Holdings (ITI) za 59% akcji ITI otrzymają gotówkę i akcje TVN. Znaczny pakiet akcji ITI sprzedaje nie tylko BRE Bank, ale także założyciele ITI. **W ramach konwersji założyciele ITI otrzymają przede wszystkim gotówkę** (64% wartości konwersji, czyli wszystkie wpływy ze sprzedaży akcji TVN w ofercie publicznej) oraz akcje TVN (36% wartości konwersji). Wpływy ze sprzedaży akcji TVN w ofercie publicznej trafią **w całości** do dotychczasowych akcjonariuszy ITI – taki jest sens oferty. W rezultacie, nawet nie grupa ITI otrzyma wpływy z oferty, ale dotychczasowi akcjonariusze wychodzący z ITI lub ograniczający swoje zaangażowanie w ITI (w tym założyciele).

Akcjonariusze ITI: założyciele, BRE Bank, i inne osoby (najczęściej powiązane z wymienionymi wcześniej) w ramach konwersji otrzymają gotówkę od spółki N-Vision sprzedającej akcje TVN w ofercie publicznej – 64% wartości konwersji oraz 8,6 mln akcji TVN - co stanowi 36% wartości konwersji.

***2/3 wartości konwersji to gotówka ze sprzedaży 15,9 mln akcji TVN w ofercie publicznej  
1/3 wartości konwersji to 8,6 mln akcji TVN, które otrzymają akcjonariusze ITI***

Publiczna oferta TVN gwarantuje wyjście z inwestycji w ITI. Pieniądze z oferty trafią do BRE Banku i na konta dotychczasowych właścicieli ITI (w tym założycieli lub do spółek założycieli ITI). Na jaką kwotę opiewa wartość konwersji, z której korzystają założyciele ITI? Musi być to kwota niemała, gdyż konwersja obejmie 59% wszystkich akcji Grupy ITI, a założyciele kontrolowali ITI i posiadali ponad 50% akcji.

## Kto jest właścicielem obligacji wyemitowanych przez TVN?

Jest to o tyle interesujące, że właścicielom obligacji przysługuje prawo przedstawienia obligacji do wykupu w przypadku „zmiany kontroli nad Emitentem”. Takie sformułowanie jest w opisie umowy emisji obligacji na stronie 92 Prospektu: „W przypadku zmiany kontroli nad Emitentem, między innymi, poprzez sprzedaż całości lub istotnej części jego majątku, połączenie lub inne formy przekształcenia, TVN Finance Corporation będzie zobowiązana przedłożyć Obligatariuszom ofertę wykupu wszystkich Obligacji po cenie równej 101% ich wartości nominalnej powiększonej o narosłe i niezapłacone odsetki.”

Jednak dopiero na stronie 284 Prospektu w Rozdziale Sprawozdania finansowe jest pełniejsza informacja o umowie emisji obligacji. To dziwne, że warunków umowy o emisję obligacji – **w zakresie zapisów o przedstawieniu obligacji do natychmiastowego wykupu** – nie zawarto w Rozdziale: **Opis znaczących umów**. Dopiero w Sprawozdaniach Finansowych na str. 284 Prospektu w nocie 19d do pozycji w bilansie wspomniano o warunkach najważniejszego zobowiązania emitenta:

*„Obligacje zawierają również opcję sprzedaży, która może być zrealizowana po cenie 101% wartości nominalnej w razie zaistnienia okoliczności związanych ze zmianą kontroli. Zmiana kontroli jest definiowana w następujący sposób:*

- *osoba inna niż Dozwoleni Posiadacze stanie się właścicielem na własne dobro więcej niż 35% głosów z akcji Spółki uprawnionych do głosowania,*
- *zatwierdzeni członkowie Rady przestaną stanowić większość Rady Nadzorczej,*
- *Spółka dokona sprzedaży znaczącej większości swoich aktywów,*
- *Spółka zostanie postawiona w stan likwidacji,*
- *Spółka przestanie bezpośrednio posiadać 100% akcji emitenta Obligacji, tj. TVN Finance”*

Kim są „Dozwoleni Posiadacze” akcji TVN wedle zapisów umowy o emisję obligacji?  
Kim są „zatwierdzeni członkowie Rady Nadzorczej”?

Prospekt TVN nie daje odpowiedzi na te pytania. To są podstawowe informacje, biorąc pod uwagę uprawnienia korporacyjne akcjonariuszy TVN, jak i fakt, że zadłużenie TVN z wyemitowanych obligacji wynosi 960 mln złotych co stanowi prawie 70% sumy bilansowej! W Prospekcie nie ma istotnych informacji odnośnie warunków umowy o emisję obligacji, które skutkują postawieniem obligacji w stan natychmiastowego wykupu. Więcej, we właściwej części Prospektu, nie ma nawet wzmianki o „Dozwolonych Posiadaczach” akcji TVN czy o „zatwierdzonych członkach rady nadzorczej”. O niektórych szczegółach przedstawienia obligacji do natychmiastowego wykupu można przeczytać dopiero w Nocie wyjaśniającej do pozycji bilansu.

**Warunki umowy o emisję obligacji wskazują, że nabywcami obligacji TVN mogą być osoby powiązane z właścicielami ITI – na przykład BRE Bank. Jaki bowiem ma sens zamieszczanie w umowie o emisję obligacji warunku „Dozwolonych Posiadaczy” akcji TVN? Jeśli właściciele obligacji są powiązanymi z akcjonariuszami ITI to wycofanie się akcjonariuszy ITI ze spółki (lub zmniejszenie zaangażowania) tym bardziej jest niepokojące. Wpływy z oferty TVN w całości trafiają do akcjonariuszy wychodzących z ITI. Wydaje się, iż właściciele ITI (być może w znacznej części równocześnie posiadacze obligacji TVN) dobrze znają spółkę z której wycofują pieniądze.**

### **Usługa „pozyskania finansowania”**

Za „pozyskanie finansowania” (emisja obligacji) TVN zapłacił 75 mln złotych! Kwoty tej TVN nie uwzględniła w bilansie gdyż traktuje je jako odroczone koszty pozyskania finansowania zgodnie z „zasadą wyceny według zamortyzowanego kosztu”. Coś jednak niespotykanego. Wydaje się, iż wskazana wartość powinna być ujęta w pozycji zobowiązania długoterminowe i równocześnie w aktywach w specjalnej pozycji pokazującej wartość „zorganizowania finansowania”. W nocie do pozycji w aktywach powinna być **informacja o charakterze „tego aktywa” i jego rozliczeniu w przyszłości**. [Jest oczywiste, że wiele osób oceniających bilans automatycznie o wartość takiego aktywa jak „zorganizowanie finansowania” pomniejszy sumę bilansową, ...wówczas poziom zadłużenia mógłby odstraszać największych optymistów.]

To, że audytor PricewaterhouseCoopers zgodził się na wyrzucenie kwoty 75 mln ze zobowiązań długoterminowych netto to rzecz, która powinna być przedmiotem postępowania przynajmniej w ramach organizacji zrzeszających audytorów i stanowiących standardy godziwych praktyk.

„Wynagrodzenie” za zorganizowanie finansowania zawiera inną informację.

Do kogo trafiła prowizja w wysokości 75 mln złotych?

Obligacje wyemitowane przez TVN należą do bardzo ryzykownych ze względu na standing finansowy emitenta. Znaleźli się chętni na ryzykowne obligacje, równocześnie wypłacona została ogromna prowizja za „zorganizowanie finansowania”. Zorganizowanie publicznej emisji obligacji o wartości 1 mld złotych kosztuje 75 mln? Przygotowanie Prospektu emisji obligacji na giełdzie w Luksemburgu? Droga usługa jak na niedrogą giełdę.

Czynnikiem ryzyka może być sprawdzenie w przyszłości okoliczności emisji obligacji TVN i powiązań podmiotu, który otrzymał prowizję za zorganizowanie finansowania z osobami, które decydowały o wyłożeniu pieniędzy na zakup ryzykownych obligacji. Takie postępowanie może wynikać z rutynowych czynności w ramach walki z przestępstwami prania brudnych pieniędzy, w tym łapówek na szkodę podmiotów gospodarczych.

## TVN – jaki to biznes?

Stacja telewizyjna jest obecna na polskim rynku od 1997 roku, czyli ładnych kilka lat. Udział w oglądalności od 3 lat praktycznie się nie zmienia (16,4-17,9% oglądalności całodobowej w skali ogólnopolskiej, źródło: AGB Polska). Jeżeli jest to taki dobry biznes to dlaczego właściciele ITI zdecydowali się na konwersję 59% akcji, gdzie 2/3 wartości konwersji to gotówka? Ktoś mógłby powiedzieć: „Przecież zdecydowali się zamienić udziały w ITI w części na akcje TVN” Tyle, że uczynili to zaledwie w 1/3 wartości konwersji. Natomiast posiadając akcje ITI posiadali odpowiedni udział w TVN, gdzie TVN jest głównym aktywem ITI.

„Konwersja” jest ładniejszą formą wyjścia z inwestycji w ITI.

Gdyby dotychczasowi akcjonariusze ITI (w tym założyciele) mieli otrzymać tylko gotówkę za udziały w ITI z pieniędzy pochodzących z oferty publicznej TVN to być może trudno byłoby przekonać największych optymistów... Poza tym oferta musiałaby być jeszcze większa, gdyż już wszystkie pieniądze z obecnej oferty są przeznaczone na wykup akcji ITI od ich właścicieli.

Jaki to biznes robi TVN i ITI widać po bilansach obu spółek. Podmioty okrzepłe na rynku, a poziom zadłużenia w „strefach alarmowych”. Podmioty, które pożyczają ITI i TVN pieniądze decydowały się zamienić zadłużenie na udziały: zarówno w ITI, jak i TVN (BRE Bank w ten sposób stał się posiadaczem 10% akcji TVN). **Obecnie spółki są nadal ekstremalnie zadłużone pomimo wcześniejszych zamian zadłużenia na udziały.**

Najwyraźniej „finansowi akcjonariusze” ITI już bardzo chcą podziękować za taki biznes i w ofercie TVN – a dokładnie, w pieniądzech nowych szczęśliwych posiadaczy TVN – widzą możliwość odzyskania części pieniędzy. Struktura bilansów obu spółek, pomimo wcześniejszych konwersji zadłużenia na udziały najwyraźniej powiedziała „finansowym akcjonariuszom” ITI: „Dość!, czas na konwersję udziałów na gotówkę.”

## I wyjście z TVN24

Wyjście z ITI poprzez konwersję to jeden ze sposobów dotychczasowych właścicieli ITI (w tym założycieli) na odzyskanie gotówki.

Druga droga ewakuacji to wyjście z TVN24. Przed ofertą publiczną TVN objął 80.685 udziałów w TVN24 płacąc za nie 168 mln złotych. TVN24 pozyskał 168 mln i co z nimi zrobił? Spłacił narosły dług stacji w wysokości 17,5 mln USD i za prawie 100 mln złotych nabył wszystkie akcje dotychczasowych właścicieli w celu umorzenia. 100 mln złotych w gotówce otrzymały: ITI TV Holdings i ITI Impresario. Na taką kwotę TVN się umówił ze sprzedającymi TVN24. Zarząd TVN dobrze znał właścicieli TVN24.

## Obligacje za obligacje

Wcześniej wspominałem o uroczym zaksięgowaniu 75 mln złotych kosztów „pozyskania finansowania”. Dwie kwestie zostały przybliżone: sposób zaksięgowania tych kosztów oraz do kogo trafiła prowizja. Wątek do kogo trafiła prowizja ma zasadnicze znaczenie, gdyż mówi więcej o emisji obligacji. Emisja obligacji to podstawowa umowa dla TVN. Dziwne jest, iż fragmentarycznie potraktowano warunki tej umowy w Prospekcie TVN, w tym warunki dotyczące przedstawienia obligacji do natychmiastowego wykupu.

Przeglądając notowania obligacji TVN na giełdzie w Luksemburgu nie trudno odnieść wrażenie, iż obligacje nabyło zaledwie kilka podmiotów, a nie tak zwany rynek. Link do

notowań <http://www.polandsecurities.com/tvnobligacje> Ostatnia transakcja jest sprzed miesiąca, a wykres pokazuje, iż w okresie od kwietnia do września 2004 nie było żadnej transakcji. Mówienie o uplasowaniu z sukcesem emisji obligacji może być nieco na wyrost. Raczej należy przypuszczać, że obligacje nabyły podmioty bliżej związane z ITI, np. BRE Bank. Emisja obligacji powoduje, że ukryte zostały podmioty, które finansują TVN i ITI. W przypadku kredytów i pożyczek znacznie trudniej byłoby ukryć podmioty finansujące, zwłaszcza, gdy takie podmioty łączą jeszcze inne powiązania z emitentem, np. jako znaczącego akcjonariusza spółki.

Praktycznie zerowa płynność obligacji na giełdzie w Luksemburgu jeszcze bardziej zwraca uwagę na wysokość prowizji za „przygotowanie finansowania”. To nie sporządzenie prospektu emisji obligacji kosztowało 75 mln złotych.

Prospekt emisji obligacji TVN jest interesujący także ze względu na cel emisji i sposób wykorzystania środków. TVN pozyskał 1 mld złotych z emisji obligacji własnych i za ponad połowę tej kwoty nabył obligację wyemitowaną przez ITI Media. ITI Media za pieniądze z emisji zakupił 30,4% akcji TVN od SBS Broadcasting S.A. W pewnym sensie TVN nabył więc 30% akcji własnych za 550 mln złotych, kwota ta ponad dwa razy przekracza wartość wszystkich kapitałów własnych TVN.

Dlaczego to właśnie TVN zakupił obligację wyemitowaną przez ITI Media? Najwyraźniej ITI Media nie mogły znaleźć lepszego sposobu finansowania zakupu udziałów TVN od SBS, a umowy zobowiązują i SBS domagał się odkupienia przez ITI udziałów w TVN. W rezultacie TVN ze stacji telewizyjnej stał się funduszem inwestycyjnym, który 40% swoich aktywów ulokował w obligacjach ITI Media. Należy dodać że aktywów obciążonych bardzo wysokim zadłużeniem. Kapitały własne TVN stanowią zaledwie 15% aktywów spółki. TVN stał się funduszem inwestycyjnym, który 40% swoich aktywów zainwestował w obligacje spółki, której wartość i zdolność spłaty zobowiązań zależy od sytuacji emitenta.

W prospekcie TVN na str. 121 o ITI Media napisane zostało:

„Dnia 2 grudnia 2003 roku, Emitent objął obligację wyemitowaną przez ITI Media o wartości nominalnej 131.561 tys. Euro. ITI Media jest spółką holdingową, w skład majątku której wchodzi akcje i udziały spółek medialnych Grupy ITI. (...) Obligacja ITI Media objęta jest klauzulą najwyższego uprzywilejowania w stosunku do pozostałych obecnych i przyszłych zobowiązań ITI Media. Odsetki od obligacji naliczane są według efektywnej stopy procentowej wynoszącej 10,03% w skali roku, i mają zostać wypłacone w dniu wykupu obligacji. Efektywna stopa oprocentowania tej obligacji wynosi 10,03%. Termin wykupu obligacji wraz z naliczonymi odsetkami to 15 stycznia 2014 roku.”

Czyli jeśli ITI Media posiada inne aktywa niż tylko udziały w TVN nabyte od SBS to niejako staje się bardziej wiarygodny i będzie w stanie wykupić wyemitowane przez siebie obligacje. Jest tylko jedno ale. ITI jest równie mocno zadłużony jak TVN. W ratingu TVN wydanym przez Moody's o podmiocie dominującym czyli ITI napisano nawet, iż jego zdolność kredytowa jest słabsza od TVN: **”TVN IS OWNED BY ITI GROUP – A WEAKER CREDIT** Moody's notes that TVN's parent company, ITI Group, recently concluded a restructuring of its debt with BRE bank, its main lender. Notwithstanding the restructuring, Moody's views ITI Group's credit as weaker than TVN's”

Należy mieć podejrzenie, graniczące z pewnością, że pozostałe aktywa ITI Media są przedmiotem zastawów. Podobnie jak udziały w TVN zakupione od SBS są przedmiotem zastawu na rzecz TVN - jako zabezpieczenie emisji obligacji ITI Media.

Jeżeli wszystkie aktywa ITI Media mają już swoich zastawników to może być bardzo wątpliwa wartość obligacji ITI Media w aktywach TVN.

Cóż to bowiem za zabezpieczenie w postaci zastawu na 30 % akcji TVN. Jeśli te akcje nie są warte zakładane 550 mln tylko 250 mln to co się dzieje? Aktywa TVN maleją o 300 mln i kapitały własne wynoszą  $220 - 300 = -80$  mln., czyli mamy do czynienia z bankructwem.

De facto więc 30% akcji TVN nie może być wartych 250 mln bo wówczas są już warte zero złotych. Jeżeli wartość aktywów TVN została uzależniona od ...wartości TVN to taki jest skutek – jeżeli spadek wartości to błyskawiczny. Ile jest osób, które wycenę 550 mln za 30% akcji TVN uważałyby za zaniżoną? Wnioski z takiej konstrukcji powinien wyciągnąć każdy inwestor, jak i kredytodawca TVN.

Nie jest więc dziwne, że jeśli TVN w prospekcie emisji swoich obligacji przedstawił za cel nabycie obligacji ITI Media (gdzie ITI Media zamierzał nabyć 30% akcji emitenta od SBS) to mogli nie znaleźć się inwestorzy – spoza ścisłego grona – chętni zainwestować w takie obligacje. [A to jednak zobowiązania są uprzywilejowane przed akcjonariuszami do podziału masy upadłościowej...]

Nie może też dziwić, iż wpływy z oferty TVN **w całości mają posłużyć dotychczasowym akcjonariuszom ITI do wyjścia z inwestycji** czyli odzyskania części wyłożonych pieniędzy (np. BRE Bank).

### **Do kogo kierowana jest oferta publiczna?**

Czy rzeczywiście do inwestorów zagranicznych? Wielkość transz może zostać dowolnie zmieniona i z oferty dla inwestorów zagranicznych może pozostać tylko „image oferty dla zagranicznych inwestorów”.

Przy ratingach – najniższych w klasie inwestycyjnej:

Standard & Poor's: B-

Moody's Investors Service: B3

oraz finansowaniu przez emisję obligacji oprocentowanych na 9,5% w Euro może być raczej trudno pozyskać inwestorów zagranicznych.

Obligacji TVN najpewniej nie zakupiło szerokie grono inwestorów, chociaż była wysoka premia za standing oferenta. Ryzyko najwyraźniej było znacznie wyższe. Dlaczego inwestorzy zagraniczni mieliby teraz nabywać akcje TVN przy wycenie około 10-krotnie wyższej od wartości księgowej, takim zadłużeniu i historii finansowania z zamianą długów na udziały..?

Do kogo oferta TVN jest kierowana najlepiej widać po wykorzystaniu sieci sprzedaży CDM Pekao i BM BPH PBK.

Co człowiek otworzy jakiś tytuł prasowy to wielkoformatowe ogłoszenia TVN z reklamą sprzedaży akcji w ofercie publicznej. W radio reklamy TVN z ofertą akcji. Tego typu kampania reklamowa bardziej by mnie przekonywała do zakupu proszku do prania lub pasty do zębów co „kolory ma trzy”:)

Dodam, iż mówiąc o reklamach w prasie miałem na myśli ogłoszenia polskojęzyczne. Zakładam, być może słusznie, że reklamy w polskiej prasie nie są skierowane do zagranicznych inwestorów...

Poza tym, czy instytucjonalnych inwestorów (w tym krajowych) przekonuje się drukiem reklam?

## Opcja wcześniejszego wykupu obligacji

W aktywach TVN pojawiła się opcja na wcześniejszy wykup obligacji, wartość 7,7 mln (31.06.04).

1. Dlaczego wartość tej opcji pojawiła się dopiero w 2004r? Przecież emisja miała miejsce w 2003 roku. Taka opcja, która jest z powietrza (bo dlaczego nie w 2003?) rodzi obawy o zawyżenie wyniku finansowego z okresu 2004 o kwotę 7,7 mln złotych.
2. Jaki jest sens wyliczania wartości opcji wcześniejszego wykupu obligacji? Przede wszystkim emitent musiałby mieć pieniądze na wcześniejszy wykup obligacji i taki zamiar. Mówiąc dokładniej wartość takiej opcji mogłaby być wyliczana hipotetycznie od tego okresu w przyszłości, kiedy emitent spodziewa się pozyskać środki finansowe na spłatę obligacji i tylko od tego okresu zdyskontowana różnica w kosztach obsługi zadłużenia mogłaby być ujęta w wartości opcji. Zapowiedzi skorzystania z opcji emitent nie podał.

Co oznacza wyliczanie wartości opcji wcześniejszej spłaty obligacji? Załóżmy, że TVN wyemitował obligacje śmieciowe o jeszcze gorszym standigu i zamiast stopy 9,5% obligacje zostały wyemitowane na 12%. Czyli wartość opcji wcześniejszego wykupu (na takich samych zasadach jak opcja do emisji obligacji na 9.5%) spowoduje, że wartość tej opcji ...znacznie wzrośnie. Czyli obligacje są śmieciowe i sytuacja emitenta gorsza, wyższe koszty obsługi, ale wartość opcji ...radykałnie wzrośnie (oparta na różnicy oprocentowania pomiędzy spłatą obligacji w normalnym czasie, a wcześniejszym wykupie). I przede wszystkim punkt 2., emitent musi mieć pieniądze na wcześniejszy wykup.

## Aktywa programowe

Pozycja w 2004 rośnie o 18 mln złotych, w tym pojawia się nowa pozycja: archiwa wiadomości o wartości 14 mln. Kto dokonuje wyceny aktywów programowych i skąd pojawia się pozycja archiwa wiadomości? Wiadomo, że stacje telewizyjne korzystają z własnych archiwów i raczej Polsat ani TVP nie zapłacą wiele za korzystanie z archiwów TVN, raczej odwrotnie to TVN będzie płacił za archiwa TVP. Dlaczego taka wartość i dlaczego pojawia się w 2004?

## SBS, TVN i Jan Wejchert

Jak to jest z tymi udziałami TVN? ITI został zobowiązany do odkupienia udziałów 30% TVN od SBS za 550 mln złotych.

Jan Wejchert był jednym z dyrektorów SBS Broadcasting Ltd. (Luksemburg) – podmiotu od którego udziały w TVN kupił ITI. Warto zwrócić uwagę na inną szczególną rzecz: SBS kupując udziały w TVN przekazał członkom komitetu wykonawczego ITI 33.333 opcji na zakup akcji własnych SBS – czyli, że osoby fizyczne zarządzające ITI otrzymały wynagrodzenie od SBS za przeprowadzoną z SBS transakcję. Należałoby zadać pytanie: Na czyją korzyść Jan Wejchert i inne osoby, które otrzymały od SBS opcję na akcje SBS, przeprowadzały transakcje na udziałach TVN?

## 10% od 550 mln rocznie

O tyle przyrastają (bez różnic kursowych) na papierze aktywa TVN w pozycji aktywa długoterminowe obligacje zakupione od ITI Media. ITI Media odsetek nie płaci, się kumulują..., ma zapłacić w 2014 roku. Jak przyrasta wartość obligacji na papierze:

Data	Wartość obligacji w tys. Euro
2.12.2003 (data emisji)	131.561
2.12.2004	145.375

2.12.2005	160.640
2.12.2006	177.507
2.12.2007	196.145
2.12.2008	216.740
2.12.2009	239.498
2.12.2010	264.645
2.12.2011	292.433
2.12.2012	232.139
2.12.2013	357.068
15.01.2014 (data wykupu)	361.546

Źródło: Emitent

### **BRE Bank w ofercie TVN**

W Rozdziale Czynniki mające wpływ na cenę sprzedaży str. 14 Prospektu można przeczytać: „Przedział cenowy lub jego zmiana zostanie ustalony przez Wprowadzającego przy jednomyślnej zgodzie pozostałych akcjonariuszy Spółki, tj. TV Tech Investment 1 i Strateurop International oraz w porozumieniu z Głównymi Współzarządzającymi.”

To znaczy, że od zgody BRE Banku (TV Tech Investment 1) zależy cena emisyjna, czyli i cała oferta. Przecież to nie BRE Bank sprzedaje akcje tylko spółka N-Vision. Jak królik z kapelusza pojawia się BRE Bank, czyżby tak bardzo był zaangażowany w TVN i ITI?

BRE Bank pracował przy emisji ale nie dał się uwidocznić w podmiotach sporządzających Prospekt

### **DM BPH i CA-IB w akcji**

DM BPH jakby chciał naśladować ofertę PKO – przypomnieć pozytywne skojarzenia obdarowanym kolejkowiczom. Trzeba pogratulować DM BPH oferty kredytowej na zakup akcji TVN. Z reguły produkt jest odpowiedzią na zapotrzebowanie rynku, ale czasami to produkt ma kreować popyt. Interesujące, jak jest w tym przypadku. Czy oferta kredytowa zrobi wrażenie na drobnych inwestorach? Oby ci inwestorzy – zachęteni PKO – nie mieli w przyszłości nadmiaru wrażeń z akcjami, które nabyli...

Dobrze by było gdyby DM BPH PBK powiedział więcej o sobie.

Swoją drogą, czy reklama DM BPH PBH:

Telewizja to dobry biznes  
Zainwestuj w akcje TVN!

jest zgodna z prawem? Czy biuro maklerskie w świetle rozporządzenia w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów może wydawać bezpłatne rekomendacje w takiej formie?

DM BPH jest jednym z największych kredytodawców TVN. Powiązany z nim CA IB sporządził Prospekt TVN. Wypadałoby jednak klientom biura o takich relacjach wspominać, w kontekście oferty kredytowej na zakup akcji i rekomendacji kupna...

## Umowa o zarządzanie TVN z ITI Service

Dłuższy cytat z Prospektu, str. 94: „Dnia 22 lipca 2004 roku, Emitent zawarł umowę z ITI Services, spółką należącą do Grupy ITI, na mocy której ITI Services zobowiązała się do świadczenia na rzecz Emitenta usług w zakresie zarządzania, jak również innych usług, a w szczególności: usług związanych ze sprzedażą, procesem zaopatrzenia oraz prowadzeniem analiz rynku i branży, usług informatycznych, usług w zakresie zarządzania zasobami ludzkimi, księgowości, zarządzania finansami oraz usług doradztwa prawnego oraz związanych z relacjami inwestorskimi.

Zakres oraz jakość objętych umową usług mają być co najmniej raz w roku analizowane przez strony umowy. W zamian za świadczone usługi, Emitent jest zobowiązany do uiszczania rocznej opłaty w wysokości 3.000 tys. Euro, z zastrzeżeniem, iż powyższa opłata będzie tak dostosowywana, aby uwzględniać wysokość opłaty z tytułu wystawianych przez ITI Services gwarancji, należnej ITI Services w danym roku, zgodnie z paragrafem poniżej.

Strony postanowiły, iż opłata z tytułu świadczenia usług należna za rok 2004 zostanie pomniejszona o wysokość opłaty uiszczonej, w okresie od dnia 1 stycznia 2004 roku do dnia 22 lipca 2004 roku, przez Emitenta na rzecz JHH Exploitatie Maatschappij B.V. oraz FFMP Finance Holding B.V. lub na rzecz jakiegokolwiek spółki należącej do Grupy ITI, z tytułu wystawienia przez ITI Holdings gwarancji na zabezpieczenie opłat z tytułu umów licencyjnych, na programy wykorzystywane przez Emitenta.

Ponadto, na mocy umowy, ITI Services zobowiązała się do wystawiania gwarancji oraz do świadczenia innych usług w zakresie zapewniania pomocy finansowej i o podobnym charakterze, mających na celu zabezpieczenie wypełniania przez Emitenta lub podmioty od niego zależne zobowiązań, w zamian za co Emitent zobowiązany jest do uiszczania na rzecz ITI Services rocznej opłaty w kwocie równej 3% wysokości zobowiązań Emitenta lub podmiotów od niego zależnych, których wykonanie zostało zabezpieczone gwarancjami wystawionymi przez lub na rzecz ITI Services.”

Czy TVN nie ma kadry zarządzającej, tylko musi mieć stałą umowę o zarządzanie za którą płaci 10 mln rocznie grupie ITI?

Jest bardzo wiele umów zawartych pomiędzy TVN a spółkami Grupy ITI, kadra ITI może mieć problemy z ustaleniem czyje interesy bardziej reprezentuje... Gdyby Adidas świadczył usługi doradcze zespołowi futbolowemu w zakresie doboru marek obuwia i akcesoriów sportowych i równocześnie sprzedawał takie produkty zespołowi to mało kto uznałby wynagrodzenie za usługi doradcze za najwłaściwsze rozwiązanie. Jak jest ze wzajemnymi świadczeniami i poradami w przypadku TVN nie będę oceniał. Na podstawie tzw. doświadczenia życiowego każdy ma swoją odpowiedź.

Trzeba też pamiętać, że podmiotom działającym w grupie jest znacznie łatwiej manipulować wynikami finansowymi – co potwierdzają zarzuty wobec firm, które stosują „ceny transferowe”, manipulacja może też polegać na zawyżaniu wyników przed sprzedażą akcji w ofercie publicznej.



## Kolej żelazną sprzedam

### Grupa docelowa przesiadła się na internet

Zastanawiające są wyobrażenia właścicieli ITI odnośnie pozyskiwania reklam w 2005 i latach następnych. Grupa docelowa 16-49 lat z większych miast raczej będzie miała nawyk włączania kompa lub go nie wyłączania niż włączania telewizora. Już obecnie znaczna część tej grupy ma taki nawyk (i można powiedzieć, że jest to ta najatrakcyjniejsza reklamowo część grupy docelowej). Natomiast za 2 lata, przy obecnym tempie upowszechniania się internetu w Polsce, kto z tej grupy będzie często oglądał telewizję...?

Dlaczego grupa docelowa odchodzi od telewizji? Informacje, rozrywka, filmy - każdemu według jego zainteresowań. Filmy ściągane z internetu są coraz lepszej jakości – w niedługim czasie mogą być lepsze niż oryginał (telewizyjny). Im szybsze stałe łączy tym coraz lepsza jakość filmów dostępnych w internecie. Co ważniejsze, w internecie są superprodukcje – często wcześniej niż kinowa premiera w Polsce. Jeszcze jedna rzecz, być może najważniejsza, decyduje o atrakcyjności filmów z P2P. To co jest zabronione przyciąga. I jeszcze wybór z bogatej filmoteki... Dlatego nie widać grupy docelowej przed filmami wyświetlanymi w TV.

Informacje to także domena internetu. Człowiek ma to czego w danej chwili potrzebuje. Skończyły się czasy gdy oczekiwano na program telewizyjny i do niego dostosowywano zajęcia. Dlatego TV, w takim tradycyjnym wydaniu jak TVN, to pieśń przeszłości. To nie DVD, to płyta winylowa.

Kolej żelazna również była wielkim wynalazkiem, ludzie z radością oczekiwali pojawienia się pociągu na stacji. Jednak w dobie powszechnej motoryzacji, każdy człowiek decyduje gdzie i kiedy pojedzie. I w internecie nie ma korków :) Telewizja z pewnością miała wielki wpływ w rozwoju społeczeństw, podobnie jak kolej żelazna. Obecnie TV oddaje pałeczkę internetowi.

Reklamodawcy w szybkim tempie odchodzą od reklamy telewizyjnej.

Reklamy w TV po pierwsze nie będą miały wielu widzów – bo ci będą przed monitorem. Poza tym animacja i interaktywne reklamy w internecie zdeprecjonują reklamowy przekaz telewizyjny. Wartość reklamy telewizyjnej będzie się zmniejszać jeszcze szybciej niż liczba widzów. Obecne wyniki stacji telewizyjnych nie przekładają się na ich przyszłe wyniki i to jest czynnik który już w najbliższym czasie zostanie zdyskontowany przez inwestorów. Znaczną część stacji telewizyjnych czeka bankructwo, co w pierwszej kolejności dotyczy spółek o wysokim zadłużeniu.

### Kto zyska tort reklamowy?

Czyli jakie witryny będą najczęściej odwiedzane. Aby przyciągnąć internautów na swoją stronę potrzeba bogatego contentu. Dla reklamodawcy ważny też jest rodzaj contentu. Kto może zaoferować bogatą zawartość? Albo portale organizujące ruch, albo portale posiadające zasoby. Największe zasoby treści posiadają redakcje dzienników. Równocześnie są to zasoby cenne reklamowo ze względu na wysoką jakość przekazu trafiającego do grupy docelowej.

Dzienniki dysponujące archiwami mają szansę przejąć znaczną część tortu reklamowego. Mają bogaty arsenał środków do przyciągnięcia odwiedzających na swoje strony. Dzienniki i czasopisma dobrze zarządzane zyskują nie tylko na reklamach w wydaniach internetowych, mogą także zwiększyć swoje prasowe nakłady. Internet upowszechnia potrzebę korzystania z informacji, może też zwiększać skłonność do korzystania z gazet. Gazeta papierowa nie

konkuruje bezpośrednio z internetem. Jest to inna forma komunikacji. Redakcje pism mają czym przyciągać internautów, a równocześnie mogą modelować swoją obecność w internecie i w wydaniu papierowym. To dzienniki promujące swoją obecność w internecie przejmą znaczną część tortu reklamowego pochodzącego ze stacji telewizyjnych.

## Podsumowanie

Jakie aktywa posiada TVN?

Największą wartość stanowi należność pochodząca z obligacji ITI Media ujęta w kwocie 145 mln Euro na dzień 2.12.2004 (na dzień 2.12.2003 było 131 mln Euro – przyrosło 10%...). Ten składnik aktywa „pracuje” z rentownością 10% w skali rocznej – w takiej wysokości dopisywane są odsetki do wartości aktywa (+- różnice kursowe).

Inne znaczące aktywo grupy TVN to wartość firmy z konsolidacji – 141 mln złotych, czyli różnica pomiędzy kwotą jaką TVN zapłacił za udziały w spółkach TVN24 i telewizja Wisła, a wartością ich kapitałów własnych (z uwzględnieniem dokonanych odpisów). Równie ciekawe aktywo jak wymienione wcześniej obligacje.

Kolejne znaczące aktywo to pozycja: wartość aktywów programowych. Takie aktywa zapewne powinny stanowić pozycje w bilansach stacji telewizyjnych. Warto jedynie zwrócić uwagę na rodzaj tych aktywów i sposób ich powstawania.

Wszystkie aktywa (takie jakie są) mają pokrycie w kapitałach własnych grupy TVN zaledwie w 15%. Najpewniejsza rzecz w każdym bilansie to wysokość zobowiązań, jak i koszt obsługi zobowiązań, np. dla TVN to dług z wyemitowanych obligacji wynoszący 1 mld złotych oprocentowany 9,5% w Euro, jak i inne zobowiązania. Jeżeli kogoś akcje takiej spółki interesują to właśnie może je nabyć, szeroko reklamowane nie tylko przez sprzedającego.

Jarosław Supłacz

25.11.2004

© POLANDSECURITIES.COM

Treści zawarte w Raporcie nie mogą być uznane za jakiegokolwiek rekomendacje, nie można ich również interpretować jako doradztwa inwestycyjnego lub finansowego. W szczególności Raport nie jest rekomendacją nabycia lub zbycia oznaczonych papierów wartościowych albo powstrzymania się od zawarcia transakcji dotyczącej tych papierów. W szczególności Raport należy traktować jako usystematyzowany zbiór informacji i opinii.