

Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.



TENIZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING



WBD разделится на два медиа-гиганта: традиционное ТВ и стриминг

12:05 PM 12:35 PM 01:05 PM 01:35 PM 02:05 PM 02:35 PM 03:05 PM 03:35 PM



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

WBD разделится на два медиа-гиганта: традиционное ТВ и стриминг

Введение

Warner Bros. Discovery (WBD) – одна из крупнейших медиа и развлекательных компаний мира, образованная в 2022 году путем слияния WarnerMedia и Discovery, Inc. Стоимость сделки слияния составила около \$43 млрд, в результате чего новая компания унаследовала значительный долг (более \$50 млрд, из которых почти \$20 млрд впоследствии было погашено). WBD объединяет легендарную киностудию Warner Bros. и кабельные телеканалы Discovery в единый конгломерат, владевший широким портфелем брендов (HBO, CNN, Discovery Channel, Warner Bros. Pictures, DC Studios и др.). Однако после слияния акции WBD испытывали давление: с момента объединения капитализация компании снизилась примерно на 60%. Инвесторы выражали обеспокоенность высоким долговым бременем и неопределенностью стратегии развития в эпоху стримингового вещания. В ответ на эти вызовы руководство WBD объявило в июне 2025 года о планах радикальной реорганизации – разделении бизнеса на две самостоятельные публичные компании. Данная реструктуризация призвана повысить гибкость и фокус каждого направления, а также раскрыть полную стоимость активов компании для акционеров. Ниже представлен подробный анализ бизнеса WBD, инвестиционный тезис, основанный на предстоящем разделении, ключевые финансовые метрики, конкурентная среда и основные риски для потенциальных инвесторов.

WBD Warner Bros. Discovery Inc

Коммуникационные услуги - Развлечения - США - NASDAQ

12.87 -0.30 ▼
-2.28 %



Анализ бизнеса

WBD ведет диверсифицированный медиа-бизнес, охватывающий **телевизионные сети, потоковые сервисы и производство контента**. Ниже рассмотрены основные сегменты компании и их текущее состояние:

- **Глобальные телевизионные сети (Linear/Global Networks):** В эту группу входят кабельные и эфирные телеканалы, такие как CNN, TBS, TNT, Discovery Channel, Eurosport, Animal Planet, HGTV и другие, которые достались объединенной компании от WarnerMedia и Discovery.



Эти сети обладают колоссальным глобальным охватом – совокупно они достигают 1.1 млрд зрителей в 200 странах на 68 языках. Традиционный телевизионный бизнес исторически обеспечивал компании высокие доходы от распределения (платы операторов за право трансляции) и рекламы, отличаясь высокой рентабельностью и стабильным денежным потоком. Тем не менее, этот сегмент находится в состоянии структурного спада. Аудитория кабельного ТВ и подписчики платного телевидения сокращаются из-за «отрезания шнура» – оттока потребителей в пользу стриминговых сервисов. Как итог, рейтинги и рекламные доходы традиционных каналов снижаются на высокие однозначные проценты ежегодно (например, в 2024 году рекламная выручка сегмента упала на 7%) В финансовой отчетности WBD за 2024 год было отражено **крупное списание гудвила на \$9.1 млрд в сегменте Networks** – это свидетельствует о том, что руководство пересмотрело в меньшую сторону долгосрочную ценность традиционного ТВ-бизнеса в новых реалиях. Тем не менее, даже в снижении, телеканалы WBD продолжают генерировать значительную прибыль и денежный поток. Так, совокупная скорректированная EBITDA всех сегментов в 2024 году составила \$9.0 млрд, причем значительную часть этой прибыли обеспечили именно старые телевизионные сети. Денежные потоки от них играют ключевую роль в обслуживании долга компании.

- **Стриминговые сервисы и студийное производство (Streaming & Studios):** Второй ключевой компонент бизнеса WBD – это платформы потокового вещания и создание контента для кино и телевидения. Сюда относятся стриминговый сервис **HBO Max**, который после объединения контента HBO и Discovery+ предлагает как премиальные драматические сериалы HBO, так и богатый каталог развлекательных шоу Discovery, а также контент легендарной **киностудии Warner Bros.** (включая подразделения Warner Bros. Pictures, Warner Bros. Television, New Line Cinema) и связанные с ней бренды (франшизы DC Comics, анимационная студия, подразделение видеоигр Warner Bros. Games и др.). Данный сегмент ориентирован на рост за счет увеличения аудитории стриминга и выпуска востребованного контента. По состоянию на 1 квартал 2025 года общая база подписчиков стриминговых сервисов WBD достигла **122.3 млн пользователей по всему миру** – за квартал прирост составил 5.3 млн, а за последние 12 месяцев аудитория увеличилась более чем на 22 млн подписчиков. Выручка подразделения Direct-to-Consumer (DTC) продолжает расти хорошими темпами: например, в 1 квартале 2025 года доходы стриминга выросли примерно на 8–9% год к году, а рекламная выручка от показов в сервисе Max подскочила на 35% благодаря расширению аудитории тарифа с показом рекламы. Руководство отмечает, что **рост доходов от потоковых сервисов уже начинает компенсировать спад в традиционном ТВ** – по словам CEO Дэвида Заслава, «снижение в традиционном бизнесе перекрывается увеличением числа наших стриминговых подписчиков и рекламной выручки, так что в сумме мы выходим в плюс». Киностудия Warner Bros. дополняет стриминг, производя фильмы и сериалы как для собственных платформ, так и для кинотеатрального проката. Этот бизнес более волатилен: кассовые сборы и продажи контента зависят от релизов хитов. Например, в 1 квартале 2025 года контентная выручка WBD снизилась на 25% (ex-FX) относительно прошлого года, поскольку в аналогичном периоде 2023 вышли более сильные фильмы и игры (такие как хитовая игра Hogwarts Legacy), а в начале 2025 громких премьер не было. Тем не менее, стратегически компания делает ставку на крупные франшизы (DC, Игра престолов, Гарри Поттер и др.) и премиальный контент HBO для привлечения и удержания аудитории. В конце 2023 года WBD объединила приложения **HBO Max** и Discovery+ в единую платформу HBO Max, стремясь увеличить охват за счет объединения библиотек контента. К 2026 году компания прогнозирует довести глобальную базу подписчиков стриминга до **150 млн+**. Хотя эта цель впечатляет, она все же заметно ниже масштабов первых лиц рынка: для сравнения, у Netflix имеется более 300 млн подписчиков на сегодняшний день, а совокупная база Disney+ и Hulu уже около 181 млн. Таким образом, WBD предстоит еще нарастить присутствие, но ее стриминговый бизнес уже входит в число крупнейших мировых платформ и имеет солидный потенциал для дальнейшего роста, особенно по мере экспансии в новые регионы и запуска новых популярных сериалов/фильмов.

Инвестиционный тезис и перспективы

Ключевой тезис: Warner Bros. Discovery намерена **разделить свои операционные подразделения на две самостоятельные компании** к середине 2026 года. Первая компания (условно "Global Networks") объединит весь традиционный телевизионный бизнес – кабельные и эфирные каналы, новостные и спортивные сети – и возьмет на себя основную часть долга WBD.



Вторая компания (условно "Streaming & Studios") сосредоточится на бизнесе стриминга и производства контента – она будет владеть студией Warner Bros., библиотекой фильмов и сериалов, стриминг-сервисом HBO Max и сопутствующими активами роста. Такая структура фактически отделит «угасающий, но прибыльный» телевизионный сегмент от стремительно развивающегося, но капиталоемкого стримингово-студийного сегмента – **каждый из них получит оптимальную стратегию и финансовую модель.**

Финансовая реструктуризация долга: Большая часть долгового бремени (валовой долг WBD на март 2025 года составлял \$38 млрд) будет закреплена за компанией, управляющей телеканалами. Global Networks обладает устойчивым денежным потоком от распределения и рекламы, который можно направить на ускоренное погашение долга. Уже объявлено привлечение **кредитного моста \$17.5 млрд от JP Morgan** для рефинансирования текущих обязательств, и ожидается, что к моменту разделения долг будет реструктурирован на более выгодных условиях. Важно, что стримингово-студийная компания начнет самостоятельную жизнь с куда более **здоровой капитальной структурой** – без подавляющей части прежних долгов. Для усиления баланса, телеканальная компания первоначально сохранит до 20% акций стриминговой компании, планируя со временем продать эту долю и вырученные средства направить на дальнейшее сокращение долга. Таким образом, к моменту полной самостоятельности каждая из новых фирм будет обладать приемлемым уровнем задолженности: телевизионная – сопоставимым со своими генерируемыми денежными потоками, а стриминговая – минимальным, позволяющим инвестировать в рост. По заявлениям менеджмента, обе компании будут «хорошо капитализированы» и получают четкие планы по снижению левереджа.

Стратегические преимущества разделения: Руководство WBD и Совет директоров уверены, что такой шаг раскроет стоимость конгломерата, которую рынок недооценивал. В единой компании WBD инвесторы, ориентированные на рост, могли настороженно относиться к стагнирующему телеканальному бизнесу и огромным долгам, тогда как ценностные инвесторы избегали WBD из-за рисков стриминговых убытков и высокой конкуренции. Разделение позволит каждому бизнесу **привлечь свой круг инвесторов**, лучше соответствующий его профилю и перспективам. Кроме того, две более узко сфокусированные компании смогут быстрее адаптироваться к изменениям отрасли. Как отметил CEO Дэвид Заслав, работая отдельно, компании получат "более четкий фокус и стратегическую гибкость, необходимую для эффективной конкуренции в быстро меняющейся медиа-среде". CFO Гуннар Виденфелс добавил, что такой шаг "вдохнет новую жизнь в каждый бизнес, позволив использовать их сильные стороны и финансовые профили, а также преследовать важные инвестиционные возможности для повышения акционерной стоимости". По сути, телеканальный сегмент сможет целенаправленно искать пути максимизации прибыли на нисходящем рынке (например, за счет консолидации или оптимизации расходов), тогда как стриминговый сегмент – агрессивно инвестировать в контент, международную экспансию и технологическое развитие платформы без оглядки на устаревающие активы.

Перспективы для каждой компании: В краткосрочном плане, до завершения разделения (ожидается в **середине 2026 года** при условии одобрения советом директоров, получения налоговых заключений и благоприятных рыночных условий), WBD предстоит провести внутреннюю реорганизацию и подготовить обе части к самостоятельности. После расщепления **Global Networks Co.** останется одним из крупнейших игроков на рынке телесетей. Несмотря на структурный спад сектора, она будет генерировать значительный свободный денежный поток, который может быть частично возвращен акционерам (через дивиденды или выкуп акций) или использован для дальнейших стратегических шагов. Не исключено, что эта компания сама станет объектом или участником консолидации: тенденция избавления от «линейных» активов набирает обороты по всей индустрии. Например, Comcast объявила о выделении своих кабельных каналов (NBCUniversal Networks) в отдельную компанию под названием Versant, и аналитики указывают, что телеканалы WBD могут стать логичным партнером для этого нового объединения. Слияние телеканальных бизнесов разных компаний могло бы дать синергии в виде масштабирования аудитории и сокращения издержек на контент. В то же время **Streaming & Studios Co.** превратится в чистого контент-игрока, конкурирующего на равных с Netflix, Disney и другими за зрителя в онлайн. Освободившись от «балласта» долга, эта фирма сможет привлечь больше инвестиций на развитие стриминговой платформы и производство контента. Более того, разделение открывает возможность больших сделок в будущем: новые структуры, будучи самостоятельными, потенциально смогут **участвовать в слияниях и поглощениях** без налоговых потерь сразу после разделения.



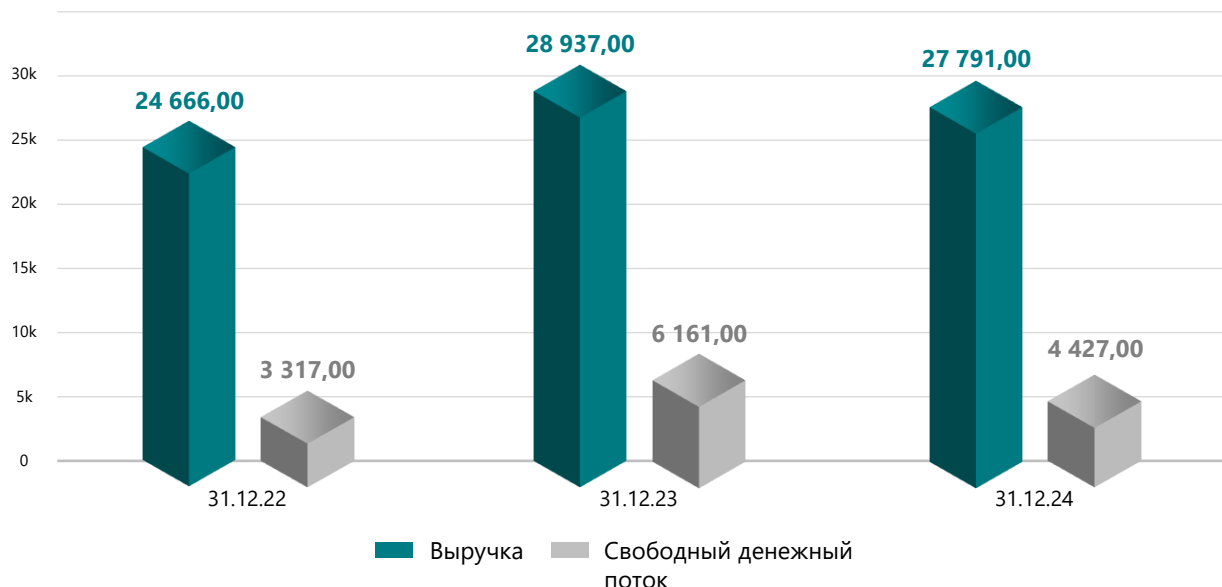
Хотя руководство заявляет, что конкретных планов на последующие сделки пока нет, рынку не чужда идея, что студийно-стриминговый бизнес WBD в перспективе мог бы объединиться, например, с каким-либо другим крупным игроком (упоминаются варианты от Comcast Peacock до технологических компаний). Общая логика тезиса состоит в том, что суммарная рыночная капитализация двух отдельных, более целенаправленных компаний превзойдет текущую стоимость WBD, страдающей от «конгломератного дисконта». Аналитики отмечают, что ранее WBD представляла собой разрозненный набор активов, не завоевавший доверие рынка, и разделение дает шанс привлечь более широкий интерес инвесторов и сфокусировать управление на ключевых направлениях. Если реализация плана пройдет успешно, акционеры текущей WBD получают доли в обеих новых компаниях и смогут выиграть за счет роста стоимости каждой, поскольку **телевизионный бизнес будет оцениваться по его устойчивому свободному денежному потоку, а стриминговый – по его динамике роста и контентным активам**. В долгосрочном горизонте такая перестройка может стать поворотным пунктом, укрепившим позиции обоих направлений и улучшившим показатели рентабельности и окупаемости инвестированного капитала для акционеров.

Финансовые метрики

Анализ ключевых финансовых показателей Warner Bros. Discovery иллюстрирует текущие возможности и проблемы компании, а также обосновывает необходимость трансформации:

- **Выручка:** За 2024 финансовый год совокупная выручка WBD составила \$39,3 млрд, что на 4% ниже уровня 2023 (органическое снижение с учетом валютных колебаний). Падение обусловлено сокращением доходов от традиционного ТВ (отток подписчиков платного ТВ и слабый рекламный рынок) частично компенсированным ростом стриминга. В 1 квартале 2025 года выручка продолжила снижаться (до \$9.0 млрд, –9% год к году) что отражает те же тенденции – спад распределительных и рекламных поступлений от кабельных сетей перевесил рост цифровых доходов.
- **Прибыльность:** По официальным данным, WBD завершила 2024 год **с чистым убытком \$11.3 млрд** по US GAAPw. Однако этот колоссальный убыток носит в основном бухгалтерский характер – он сформирован за счет разовых неденежных списаний (амортизация гудвила и прочих нематериальных активов после слияния, включая упомянутое обесценение гудвила на телеканалы). С точки зрения операционной прибыльности, бизнес остается устойчивым: **скорректированная EBITDA** (показатель, очищенный от разовых и безденежных расходов) в 2024 г. достигла \$9.0 млрд с рентабельностью по EBITDA порядка 23%. Более того, тренд по EBITDA улучшается: в 4 квартале 2024 она выросла на 11% благодаря сокращению издержек и восстановлению прибыльности стримингового сегмента. В 1 квартале 2025 совокупная Adjusted EBITDA составила \$2.1 млрд – на 4% выше прошлогоднего квартала, что свидетельствует о начавшемся улучшении маржинальности. Особое достижение – стриминговое подразделение вышло на **положительную EBITDA** после убыточности предыдущих лет, чему способствовали рост подписчиков и эффект экономии от интеграции платформ HBO Max и Discovery+.

Warner Bros. Discovery, Inc. (WBD)





- **Свободный денежный поток (FCF):** WBD генерирует значимые потоки наличности. За 2024 год операционный денежный поток составил \$5.4 млрд, а **свободный денежный поток** – \$4.4 млрд (около 11% от выручки), что близко к верхней границе целевых ориентиров менеджмента по конверсии EBITDA в свободный денежный поток. В 1 квартале 2025 FCF был более скромным (\$0.3 млрд), однако это типично слабый сезон, плюс компания продолжала выплаты реорганизационных расходов. Важно подчеркнуть: устойчивый денежный поток от операционной деятельности позволяет WBD обслуживать долг и инвестировать в контент без привлечения нового капитала.
- **Долговая нагрузка:** На конец 2024 года **чистый долг** Warner Bros. Discovery составлял \$34.2 млрд (при валовом долге ~\$39.5 млрд и денежных средствах ~\$5.3 млрд). После очередного погашения \$2.2 млрд в 1 кв. 2025, валовой долг составил примерно \$37.4 млрд при наличии \$3.8 млрд на счетах, что дает **чистый долг порядка \$33.6 млрд**. Коэффициент **Net Debt/EBITDA ~3,8x** по состоянию на Q1 2025, что в принципе укладывается в рамки медиа-индустрии, но все же высоковато для компании с частично стагнирующим бизнесом. Обслуживание долга – значимая статья расходов (для примера, в 2024 году WBD выплатила \$2 млрд на процентные расходы). Стратегия разделения, как отмечалось, предполагает агрессивное снижение леввереджа: телеканальный сегмент постарается как можно быстрее сократить долговое бремя до комфортного уровня за счет своего FCF и продажи 20%-й доли в стриминговом бизнесе. В результате, долговая нагрузка **Streaming & Studios Co.** будет минимальной (возможно, менее 1x EBITDA), что выгодно отличит ее от нынешней WBD и устранил одну из главных претензий инвесторов – высокая долговая нагрузка.

Warner Bros. Discovery, Inc. (WBD)



- **Подписчики и аудитория:** Ключевой нефинансовый показатель – количество подписчиков стриминговых сервисов WBD – достиг, как упомянуто, **122.3 млн** по состоянию на март 2025. Для сравнения, годом ранее (март 2024) суммарная база составляла около 100 млн, то есть годовой рост превысил 20%. Этот рост подтверждает эффективность стратегии по расширению контента и интеграции платформ. Средний месячный доход на пользователя (ARPU) при этом слегка снизился (до ~\$7.11 глобально) из-за увеличения доли международных подписчиков и популярности дешевых рекламных тарифов, но увеличение рекламной выручки частично компенсирует снижение ARPU. Аудитория традиционных телеканалов, напротив, сокращается: например, число подписчиков кабельного ТВ в США, подключенных к каналам WBD, снизилось на ~9% за год. Эти противоположные тренды аудитории и формируют стратегическую необходимость трансформации бизнеса.



В целом, финансовые метрики указывают на дуализм в положении WBD: с одной стороны, компания обладает значительными активами, генерирует миллиарды долларов EBITDA и кэша, с другой – сталкивается с падающим сегментом и крупными долгами. Разделение обещает сделать показатели каждой из частей более прозрачными и сопоставимыми с аналогами: телеканальный бизнес, вероятно, будет оцениваться по метрикам FCF и дивидендной доходности, тогда как стримингово-студийный – по темпам роста выручки, EBITDA и по коэффициентам вроде EV/Subscriber или EV/EBITDA в сравнении с Netflix, Disney и др.

Конкуренты

Конкурентная среда WBD существенно различается для двух сегментов, которые компания собирается разделить:

- **Стриминг и производство контента:** Здесь WBD (HBO Max) конкурирует с глобальными гигантами видеостриминга и студиями. Главные соперники – **Netflix** (≈302 млн подписчиков на середину 2025 года, лидер рынка по охвату и собственному производству контента), **Disney** (совокупно около 180 млн подписчиков на Disney+ и Hulu, богатейший каталог семейных и франшизных брендов Marvel, Star Wars, Pixar), а также **Amazon Prime Video** и **Apple TV+** (хотя последние не раскрывают точные цифры, они имеют огромные финансовые ресурсы для инвестиций в контент). По размеру подписной базы HBO Max уступает Netflix больше чем вдвое, однако опережает сервисы многих традиционных медиакомпаний, таких как **Paramount Global** (у сервиса Paramount+ порядка 78 млн подписчиков) или **Comcast** (Peacock имел около 41 млн платных подписчиков в 2024). WBD обладает сильными **конкурентными преимуществами**: это одна из старейших голливудских студий с библиотекой в сотни тысяч часов (фильмы Warner Bros. за последние ~100 лет, культовые сериалы HBO от Клана Сопрано до Игры престолов, контент Discovery для широкой аудитории), а также эксклюзивные спортивные права (например, трансляции March Madness, европейского футбола через TNT Sports, и т.д.). Однако вызовы тоже велики – рынок стриминга стал насыщенным, рост замедляется, стоимость удержания и привлечения подписчиков растет. Конкуренты тратят десятки миллиардов долларов ежегодно на производство оригинального контента (Netflix ~\$17 млрд в год, Disney – сопоставимо). WBD вынужден сбалансированно подходить к вложениям из-за долговой нагрузки, поэтому в прошлом году компания даже проводила оптимизацию контента (отмена некоторых проектов, снятие с платформы мало популярных шоу) для экономии средств. Тем не менее, **качество контента HBO** остается золотым стандартом индустрии, и этим WBD выгодно отличается – ставка на качество может удерживать премиум-аудиторию, даже когда конкуренты заливают рынок массой контента. В кинопрокате Warner Bros. конкурирует с другими крупными студиями («большая пятерка» Голливуда: Disney, Universal (Comcast), Paramount, Sony) за зрительские деньги. Последние годы показали, что наличие сильных IP-франшиз (комиксы DC, вселенная Гарри Поттера, Матрица и др.) – критично для кассового успеха. Пока в супергеройском жанре WBD/DC тяжело конкурировать с кинематографической вселенной Marvel (Disney), однако планы по перезапуску DC Universe под руководством нового креативного директора Джеймса Ганна внушают инвесторам надежды на более успешные релизы в будущем. Суммарно, в сегменте стриминга и студий **конкуренция носит глобальный характер**, и WBD необходимо продолжать наращивать международное присутствие (сейчас ~47% подписчиков – за пределами США) и эффективно монетизировать свой контент, чтобы не отстать от технологических и медиа-гигантов.
- **Телеканалы и кабельные сети:** Традиционный ТВ-бизнес WBD (CNN, Discovery, TNT, Eurosport и др.) конкурирует прежде всего за внимание аудитории и рекламодателей с другими телеканалами и медиа-группами, а также с самим фактом «ухода» аудитории в интернет. В сегменте новостей основной конкурент CNN – это Fox News (Fox Corp) и MSNBC (Comcast), в сегменте развлекательных кабельных сетей – каналы группы Paramount (MTV, Comedy Central), группы Disney (FX, National Geographic) и те же сети Comcast (USA Network, SyFu и др.). Но по большому счету **все традиционные каналы сейчас находятся в одной лодке**: рейтинги падают, молодое поколение все меньше смотрит телевидение в прямом эфире. В ответ на это конкуренция переходит в плоскость слияний/партнерств и оптимизации. WBD, выделяя свои телеканалы, фактически признает, что для успеха в этом зрелом секторе нужен отдельный фокус и, возможно, дальнейшая консолидация. Как упоминалось, Comcast готовит свой спин-офф кабельных каналов (NBC, CNBC, Bravo и др.) под названием Versant.



Paramount Global уже продала контроль над своим эфирным каналом CBS компании National Amusements и также рассматривает варианты дальнейших реструктуризаций активов. В 2023 году компания Lions Gate отделила платный канал Starz в самостоятельную компанию, отделив его от студийного бизнеса. Эти шаги конкурентов показывают, что крупные игроки стремятся выделить и либо продать, либо объединить линейные сети, чтобы сосредоточиться на цифровом бизнесе. Телеканалы WBD занимают сильные позиции в своих нишах (например, Discovery доминирует в жанре документальных и реалити-шоу, CNN – один из мировых новостных лидеров), поэтому в среднесрочной перспективе **Global Networks Co.** сумеет сохранить долю рынка. Однако основные угрозы здесь – не конкретные конкуренты, а структурный сдвиг медиапотребления: рекламодатели уходят в digital, зрители – на стриминг. Даже спорт, долгое время удерживавший людей у кабельного ТВ, теперь активно переходит на стриминговые платформы (пример – эксклюзивные права Amazon Prime Video на трансляции NFL, уход NBA с каналов WBD на платформы NBCU/ESPN/Amazon с 2025 года). Таким образом, телеканальной компании WBD придется конкурировать в условиях неуклонного сжатия рынка – возможно, путем инноваций (развитие собственных цифровых продуктов типа Discovery+ для нишевой аудитории) и редукции затрат, либо через объединение с аналогичными сетями других медиадомов для повышения эффективности. В любом случае, все большие медиа сейчас **«играют в защиту» на поле линейного ТВ**, стараясь замедлить падение достаточно, чтобы успеть трансформировать бизнес-модель.

Риски

Как и у любой инвестиционной идеи, у тезиса о разделении WBD на две компании имеются существенные риски, которые инвесторам следует учитывать:

- **Риск исполнения и регуляторных согласований:** Успешная реализация спин-оффа к середине 2026 года не гарантирована. Необходимо одобрение совета директоров, выполнение юридических условий (например, получение заключения налоговых органов о безналоговом характере выделения) и благоприятные рыночные условия. Кредиторы WBD уже выразили обеспокоенность условиями предлагаемого разделения – по данным СМИ, группа облигационеров наняла юридических консультантов, чтобы оспорить некоторые положения плана (например, запрет на объединение в комитеты) и добиться для себя лучших условий. Затяжные переговоры с держателями долга или потенциальные судебные иски могут отсрочить или усложнить разделение. Кроме того, антимонопольные органы могут внимательно изучить последствия такого разделения и возможные последующие сделки новых компаний (особенно если речь пойдет о их слиянии с конкурентами).
- **Ускорение спада традиционного ТВ:** Базовый сценарий разделения предполагает, что телеканальный бизнес будет генерировать достаточно прибыли, чтобы обслуживать и сокращать свой долг, в то время как стриминговый – расти и выходить в плюс. Если же **отток аудитории от линейных каналов ускорится** (например, экономический спад приведет к резкому падению рекламных бюджетов, или технологические изменения вроде повсеместного распространения FAST-платформ и IPTV окончательно обрушат кабельное ТВ), то "Global Networks" столкнется с ухудшением финансов раньше, чем успеет расплатиться по долгам. В худшем случае, телеканальная компания могла бы оказаться перегруженной долгом при падающих прибылях, что чревато снижением ее кредитного рейтинга и стоимости. Это риск как для кредиторов, так и для акционеров (спин-офф с чрезмерным долгом может торговаться с большим дисконтом).
- **Конкурентный и технологический риск в стриминге:** В сегменте **Streaming & Studios** основная угроза – жесткая конкуренция и высокие затраты. Потребители могут ограничивать число подписок, выбирая между Netflix, Disney+, Amazon и др., поэтому рост базы HBO Max не гарантирован темпами прошлого года. Конкуренты с более сильным балансом способны развернуть ценовые войны или скупать ключевой контент (например, спортивные права или популярных шоу) в ущерб WBD. Также существует риск оттока части библиотечного контента: например, истечение договоров лицензии на показы популярных сериалов может ударить по наполнению платформы (раньше HBO продавала некоторые хиты на сторонние сервисы). Технологически WBD отстает от чисто технологических фирм: свои при запуске обновленного сервиса **HBO Max** в 2023 показали уязвимость (например, технические проблемы приложения негативно сказались на восприятии бренда). Стриминговый бизнес еще не доказал стабильной прибыльности – хотя последние кварталы приблизили его к безубыточности, нет гарантии, что он не вернется к операционным убыткам, если расходы на контент возрастут или рост



- **Зависимость от новых релизов и контента:** Как для стриминговой, так и для студийной части WBD содержание является королем. Провалы нескольких крупных премьер подряд (фильмы с большими бюджетами, которые не окупятся в прокате; сериалы, которые не привлекут ожидаемого числа подписчиков) могут ухудшить финансовые Последние годы у Warner Bros. были как громкие успехи (Барби в 2023, Дюна 2 в 2024 и Супермен в 2025), так и разочарования (Флеш в 2023). В 2023/24 индустрию всколыхнули забастовки сценаристов и актеров, задержавшие производство контента – влияние этих задержек может сказаться на графике релизов 2025 года и ассортименте новинок на платформе HBO Max. Если WBD не сможет постоянно пополнять свою "контентную воронку" хитами, удержание и приток подписчиков осложнится, что напрямую скажется на выручке стримингового сегмента.
- **Макроэкономические и рыночные риски:** Замедление экономики или рецессия отрицательно повлияют сразу на несколько фронтов: рекламные доходы (как на ТВ, так и в стриминге) сократятся из-за урезания маркетинговых бюджетов, потребители могут начать экономить на развлечениях и отписываться от платных сервисов, а ставки центробанков влияют на стоимость обслуживания долга. Высокая инфляция контента (рост гонораров талантам, бюджета производства фильмов/сериалов) без сопоставимого роста доходов – еще один фактор давления на маржу. Также, как международная компания, WBD подвержена валютным рискам (значительная часть выручки поступает извне США, и укрепление доллара может снижать показатели в отчетности).

Вывод: Несмотря на перечисленные риски, стратегия разделения Warner Bros. Discovery выглядит обоснованной реакцией на долгосрочные тенденции в индустрии. Она призвана устранить внутренний конфликт между стареющим и новым бизнесами, дать каждому из них шанс реализовать свою ценность и стратегию. Потенциальным инвесторам стоит внимательно следить за ходом реорганизации: успех в снижении долга и стабильная динамика подписчиков стриминга могут сделать новую **Streaming & Studios Co.** привлекательным объектом для инвестиций в медиа-секторе роста. Одновременно высокая рентабельность и ожидаемые дивиденды **Global Networks Co.** могут заинтересовать ценностных инвесторов, ищущих денежные потоки в медиа-активах. Внимательный анализ конкурентной среды и финансовой дисциплины каждой из будущих компаний будет ключом к оценке их перспектив после 2026 года. Однако в настоящее время, до завершения трансформации, WBD остается переходной историей с элементами неопределенности, а значит – инвестиция в нее сопряжена с повышенным уровнем риска, компенсируемым перспективой существенного увеличения акционерной стоимости в долгосрочном периоде при успешной реализации заявленного тезиса.





TENIZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Аль-Фараби, д.34,
Almaty Financial District, 4 этаж

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz