



Dom Maklerski BDM S.A.

TVN

RAPORT ANALITYCZNY

Z uwagi na przyjęcie już w marcu'14 założenia o spadku oglądalności nie decydujemy się na istotne zmiany w projekcjach na 2014 rok. Obniżyliśmy przychody o niespełna 1% w porównaniu do poprzedniego raportu. Również dokonane korekty na poziomie EBITDA nie są znaczące. Niemniej z uwagi na utrzymanie spadków oglądalności w latach 2015-2016 oraz rozluźnieniu kosztów programowych zmuszeni byliśmy do rewizji w dół dalszych prognozowanych wyników. Tym samym raportowany poziom EBITDA na 2015-2016 obniżyliśmy odpowiednio o 6.9% oraz 9.9%. Coraz trudniej nam uzasadnić obecne wysokie mnożniki TVN, szczególnie w obliczu przeciętnej ścieżki wynikowej na kolejne kwartały. Dlatego uwzględniając korekty w modelu zdecydowaliśmy się na obniżenie wyceny do 14.66 PLN/akcję. Jest to poniżej obecnej ceny rynkowej i tym samym zmieniamy również zalecenie średnioterminowe z Trzymaj na Redukuj.

Odczyty o oglądalności za lipiec-sierpień'14 wskazują, że główna antena TVN na tle konkurencji zachowywała się już względnie lepiej niż to miało miejsce w 2Q'14, również dane cząstkowe za wrzesień'14 pokazują mocniejsze odczyty. Dla raportowanej dynamiki przychodów za 3Q'14 in plus powinien działać także efekt niskiej bazy rynku reklamy z 3Q'13. Władze spółki zakomunikowały, wraz z publikacją rezultatów za 2Q'14, że w 3Q'14 oczekują tempa wzrostu przychodów grupy związanych z reklamą na wysokim jednocyfrowym poziomie. Przedstawione również oczekiwania dotyczące wzrostu przychodów związanych z reklamą za cały 2014 rok wskazują na dynamikę na średnim jednocyfrowym poziomie. Podczas konferencji wynikowej za 2Q'14 władze spółki zaznaczyły również, że celem na 2H'14 jest „dbanie” o marżę i dlatego nie należy oczekiwać istotnego wzrostu kosztów programowych. Przedstawiona koncepcja ma swoje odzwierciedlenie w ofercie programowej. Spoglądając na ramówkę jesień-zima'14, oceniamy że spółka zrezygnowała ze słabych tematów z poprzedniego sezonu i postawiła zdecydowanie na sprawdzone w poprzednich okresach programy (odpowiadające za sukces oferty z 2013 roku). Uważamy, że w miarę wejścia w pełen sezon jesień-zima'14 należy jednak liczyć się dalej ze spadającą oglądalnością, choć z mniejszą dynamiką erozji aniżeli w 2Q'14.

Jak już zwróciliśmy uwagę, obecnie jednym z kluczowych powodów dla których inwestorzy akceptują wysokie mnożniki rynkowe TVN (na tle konkurencji) jest uchwalony skup akcji własnych. W latach 2014-2015 spółka chce przeznaczyć na ten cel maksymalnie 500 mln PLN. Pierwsza tura została rozliczona w czerwcu'14 (nabyto 5 mln akcji po 20 PLN/akcję). Spodziewamy się, że druga runda zostanie przeprowadzona do końca 2014 roku (o wartości 150 mln PLN). Skup będzie zatem formą wypłaty środków pieniężnych dla akcjonariuszy zastępując dywidendę.

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	1 584.3	1 554.6	1 582.3	1 616.1	1 653.7	1 688.4
EBITDA adj [mln PLN]	491.3	498.1	505.8	494.7	496.2	499.1
EBIT adj [mln PLN]	383.5	422.9	442.5	431.9	431.9	432.6
Wynik netto [mln PLN]	486.1	-197.8	248.4	291.3	310.4	355.6
P/BV	4.1x	5.8x	5.5x	5.3x	4.7x	4.1x
P/E	11.3x	---	22.1x	18.8x	17.7x	15.4x
EV/EBITDA adj	11.3x	11.8x	11.4x	11.6x	11.4x	11.0x
EV/EBIT adj	14.5x	14.0x	13.0x	13.3x	13.1x	12.7x

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAM)

WYCENA 14.66 PLN

22 WRZESIEŃ 2014

Wycena końcowa [PLN]	14.66
Potencjał do wzrostu / spadku	-8.0%
Koszt kapitału własnego	9.0%

Cena rynkowa [PLN]	15.9
Kapitalizacja [mln PLN]	5 481
Ilość akcji [mln. szt.]	344.73

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	17.07
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	13.01

Stopa zwrotu za 3 mc	4%
Stopa zwrotu za 6 mc	1%
Stopa zwrotu za 9 mc	10%

Struktura akcjonariatu:	
Polish Television Holding (PTH)*	50.84%
ITI Holdings	1.52%
Akcje własne	1.43%
Pozostali	46.21%

* PTH jest pod kontrolą Grupy ITI (60%) oraz Canal+ (40%)

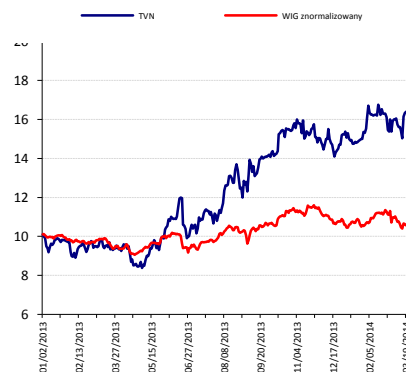
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
SKUP AKCJI WŁASNYCH	3
WYCENA DCF	4
ANALIZA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 2Q'14	8
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2014 ORAZ NA KOLEJNE OKRESY	11
ZMIANY W ZAŁOŻENIACH	12
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	13

WYCENA I PODSUMOWANIE

Z uwagi na przyjęcie już w marcu'14 założenia o spadku oglądalności nie decydujemy się na istotne zmiany w projekcjach na 2014 rok. Obniżyliśmy przychody o niespełna 1% w porównaniu do poprzedniego raportu. Również dokonane korekty na poziomie EBITDA nie są istotne. Niemniej z uwagi na utrzymanie spadków oglądalności w latach 2015-2016 oraz rozluźnieniu kosztów programowych zmuszeni byliśmy do rewizji w dół dalszych prognozowanych wyników. Tym samym raportowany poziom EBITDA na 2015-2016 obniżyliśmy odpowiednio o 6.9% oraz 9.9%.

Odczyty o oglądalności za lipiec-sierpień'14 wskazują, że główna antena TVN na tle konkurencji zachowywała się już względnie lepiej niż to miało miejsce w 2Q'14, również dane cząstkowe za wrzesień'14 pokazują mocniejsze odczyty. Dla raportowanej dynamiki przychodów za 3Q'14 in plus powinien działać także efekt niskiej bazy rynku reklamy z 3Q'13. Władze spółki zakomunikowały, wraz z publikacją rezultatów za 2Q'14, że w 3Q'14 oczekują tempa wzrostu przychodów grupy związanych z reklamą na wysokim jednocyfrowym poziomie. Przedstawione również oczekiwania dotyczące wzrostu przychodów związanych z reklamą za cały 2014 rok wskazują na dynamikę na średnim jednocyfrowym poziomie.

Podczas konferencji wynikowej za 2Q'14 władze spółki zaznaczyły, że celem na 2H'14 jest „dbanie” o marżę i dlatego nie należy oczekiwać istotnego wzrostu kosztów programowych. Przedstawiona koncepcja ma swoje odzwierciedlenie w ofercie programowej. Spoglądając na ramówkę jesień-zima'14, oceniamy że spółka zrezygnowała ze słabych tematów z poprzedniego sezonu i postawiła zdecydowanie na sprawdzone w poprzednich okresach programy (odpowiadające za sukces oferty z 2013 roku). Uważamy, że w miarę wejścia w pełen sezon jesień-zima'14 należy jednak liczyć się dalej ze spadającą oglądalnością, choć z mniejszą dynamiką erozji aniżeli w 2Q'14.

Budując model na kolejne okresy uwzględniamy nasze obawy związane z przyszłą dynamiką wzrostu przychodów. Przygotowujemy się na scenariusz, że spółce będzie trudno wykazywać w kolejnych kwartałach lepsze odczyty od dynamiki wzrostu przychodów z reklamy w telewizji szerokiego rynku. Obecna bardzo silna pozycja na rynku telewizyjnym będzie musiała być broniona, szczególnie w obliczu presji konkurencji oraz stopniowej transformacji sposobu odbioru treści programowych. W modelu przyjmujemy, że w 2014 roku oglądalność kanałów spółki spadnie o ok. 0.9 pkt %, a w latach 2015-2016 po ok. 0.3 pkt %, co będzie wpływało na niższą dynamikę wzrostu wpływów reklamowych kanałów tv. Liczymy jednak na znaczący dodatni wpływ r/r wzrostu wpływów z pozostałych obszarów (w szczególności TVN Player oraz Premium TV).

Naszym zdaniem w kolejnych okresach coraz większe ryzyko dla wyników spółki może stanowić proces spadku znaczenia reklamy tv w całości rynku reklamy w Polsce. Obecny udział tego segmentu jest wysoki na tle innych krajów w UE i regionie CEE. Tym samym spółka będzie musiała walczyć o nowe wpływy z udostępniania treści w internecie (zarówno poprzez abonament jak i reklamy). Obecne nasze założenia dla rynku reklamy tv wciąż nie uwzględniają wejścia w strukturalne zmiany, co w przyszłości może skutkować dalszymi korektami w dół wpływów z reklamy dla spółki.

Wyceniamy spółkę za pomocą metody SoP. Działalność operacyjną segmentu nadawania i telezakupy oceniamy za pomocą modelu DCF, do tego dodajemy wartość aktywów w postaci udziałów w nc+ (32%) oraz Onet.pl (25%). Przy ustaleniu naszej ceny docelowej uwzględniamy też średnie mnożniki rynkowe EV/EBITDA spółek mediowych notowanych na GPW oraz rynkach zagranicznych. **Ostatecznie wyceniamy walory spółki na poziomie 14.66 PLN. Jest to poniżej obecnej ceny rynkowej i dlatego zmieniamy zalecenie z Trzymaj na Redukuj.** W dłuższym terminie do impulsów wzrostowych zaliczamy wpływy ze sprzedaży udziałów w jednostkach stowarzyszonych, co istotnie obniży zadłużenie spółki.

Podsumowanie wyceny

		mIn PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF działalności operacyjnej	3 727.3	10.81
B	Wycena udziałów w nc+	1 089.3	3.16
C	Wycena udziałów w Onet.pl	238.8	0.69
D=A+B+C	Wycena końcowa	5 055.3	14.66

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SKUP AKCJI WŁASNYCH

Jak już zwróciliśmy uwagę, obecnie jednym z kluczowych powodów dla których inwestorzy akceptują wysokie mnożniki rynkowe TVN (na tle konkurencji) jest uchwalony skup akcji własnych. W latach 2014-2015 spółka chce przeznaczyć na ten cel maksymalnie 500 mln PLN. Pierwsza tura została rozliczona w czerwcu'14 (nabyto 5 mln akcji po 20 PLN/akcję). Spodziewamy się, że druga runda zostanie przeprowadzona do końca 2014 roku (o wartości 150 mln PLN). Skup będzie zatem formą wypłaty środków pieniężnych dla akcjonariuszy zastępując dywidendę.

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopie wolnej od ryzyka na poziomie 4.0%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5.0%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

Wybrane założenia w modelu:

- Przyjęliśmy, że proces odbudowy wartości rynku reklamy tv w Polsce będzie nadal postępował w najbliższych kwartałach. W latach 2014-2015-2016 przyjęliśmy wzrost wartości rynku reklamy tv odpowiednio o 4.7%, 3.2% i 3.0%. W kolejnych latach nie zakładamy wyższej dynamiki wzrostu. Obecny udział tego segmentu w całości rynku reklamy w Polsce jest naszym zdaniem na tle innych krajów w UE i regionie CEE wysoki.
- W segmencie nadawania obawiamy się, że w 2H'14 spółce będzie nadal trudno utrzymać udział rynkowy. Wpływ na to może mieć przyjęty format ramówki bazujący na wcześniejszych sprawdzonych tytułach oraz „mobilizacja” konkurencji (Polsat i TVP) i wreszcie postępujący proces fragmentyzacji krajowego rynku tv. W modelu przyjmujemy, że w 2014 roku oglądalność kanałów spółki spadnie o ok. 0.9 pkt %, a w latach 2015-2016 po ok. 0.3 pkt %, co będzie wpływało na niższą dynamikę wzrostu wpływów reklamowych kanałów tv. Liczymy jednak na znaczący dodatni wpływ r/r wzrostu wpływów z pozostałych obszarów (w szczególności TVN Player oraz Premium TV).
- W obszarze telezakupy w okresie 2014-15 liczymy na znaczące ograniczenie straty EBITDA. Mamy nadzieję, że podejmowane działania spowodują, że ujemna kontrybucja tego segmentu będzie coraz mniejsza.
- W okresie rezydualnym przyjęliśmy wzrost o 1%.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2023.
- Dług netto uwzględnia przeprowadzony skup akcji (za 100 mln PLN odkupiono 5 mln akcji własnych).
- Liczba akcji uwzględnia umorzenie posiadanych 5 mln akcji własnych.
- Wycena została sporządzona na dzień 22.09.2014 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na 3 727 mln PLN, co w przeliczeniu na 1 akcję daje 10.81 PLN.

Model DCF

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	+2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 582	1 616	1 654	1 688	1 722	1 755	1 787	1 818	1 847	1 874	1 874
EBIT [mln PLN]	442	432	432	433	436	442	448	455	461	468	468
Stopa podatkowa	6%	9%	9%	15%	15%	19%	19%	19%	19%	19%	19.0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	26	39	39	63	65	84	85	86	88	89	89
NOPLAT [mln PLN]	417	393	393	370	371	358	363	368	374	379	379
Amortyzacja [mln PLN]	65	63	65	68	69	71	73	75	76	78	78
CAPEX [mln PLN]	-64	-73	-79	-80	-82	-83	-85	-86	-88	-89	-78
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	53	-13	-35	-18	-11	-11	-11	-10	-9	-9	-9
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]											
FCF [mln PLN]	471	370	344	339	347	334	340	346	353	359	370
DFCF [mln PLN]	462	341	298	275	263	237	225	215	204	194	200
Suma DFCF [mln PLN]	2 715										
Wartość rezydualna [mln PLN]	5 996		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1.0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	3 236										
Wartość firmy EV [mln PLN]	5 950										
Dług netto [mln PLN]	2 223										
Wartość kapitału [mln PLN]	3 727										
Ilość akcji [mln. szt.]	344.73										
Wartość kapitału na akcję [PLN]	10.81										

Przychody zmiana r/r	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%
EBIT zmiana r/r	5%	-2%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
Marża EBITDA	32.1%	30.6%	30.1%	29.6%	29.4%	29.2%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%
Marża EBIT	28.0%	26.7%	26.1%	25.6%	25.3%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Marża NOPLAT	26%	24%	24%	22%	22%	20%	20%	20%	20%	20%
CAPEX / Przychody	4.1%	4.5%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
CAPEX / Amortyzacja	99%	116%	120%	119%	118%	117%	116%	116%	115%	114%
Zmiana KO / Przychody	-3%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-191%	38%	94%	51%	33%	34%	35%	33%	33%	32%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Stopa wolna od ryzyka	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Koszt kapitału własnego	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Udział kapitału własnego	37.9%	39.4%	42.0%	45.6%	49.3%	52.6%	54.9%	57.0%	59.2%	61.2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5.2%	5.0%	5.0%	4.7%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Udział kapitału obcego	62.1%	60.6%	58.0%	54.4%	50.7%	47.4%	45.1%	43.0%	40.8%	38.8%
WACC	6.6%	6.6%	6.7%	6.7%	6.8%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%	7.2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	0.5%	1.0%	2.5%	3.0%	3.5%
beta	0.8	7.7	8.5	9.4	10.7	11.5	12.4	16.6	18.8	21.6
	0.9	7.3	8.0	8.9	10.0	10.8	11.6	15.2	17.0	19.4
	1.0	6.9	7.6	8.4	9.4	10.1	10.8	14.0	15.5	17.5
	1.1	6.6	7.2	7.9	8.9	9.4	10.1	12.9	14.2	15.9
	1.2	6.2	6.8	7.5	8.4	8.9	9.5	11.9	13.1	14.5
	1.3	5.9	6.5	7.1	7.9	8.3	8.9	11.1	12.1	13.3
	1.4	5.7	6.1	6.7	7.4	7.9	8.3	10.3	11.2	12.2
	1.5	5.4	5.8	6.4	7.0	7.4	7.8	9.6	10.4	11.3
	1.6	5.1	5.5	6.0	6.6	7.0	7.4	9.0	9.6	10.5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
		3.5%	4.0%	4.5%	4.8%	5.0%	5.3%	5.5%	6.0%	6.5%
beta	0.8	14.9	14.0	13.2	12.8	12.4	12.1	11.8	11.1	10.5
	0.9	14.1	13.2	12.4	12.0	11.6	11.2	10.9	10.2	9.7
	1.0	13.4	12.4	11.6	11.2	10.8	10.5	10.1	9.5	8.9
	1.1	12.7	11.8	10.9	10.5	10.1	9.8	9.4	8.8	8.2
	1.2	12.1	11.1	10.2	9.8	9.5	9.1	8.8	8.1	7.6
	1.3	11.5	10.5	9.7	9.3	8.9	8.5	8.2	7.6	7.0
	1.4	11.0	10.0	9.1	8.7	8.3	8.0	7.7	7.0	6.5
	1.5	10.5	9.5	8.6	8.2	7.8	7.5	7.2	6.6	6.0
	1.6	10.0	9.0	8.1	7.8	7.4	7.0	6.7	6.1	5.6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	0.5%	1.0%	2.5%	3.0%	3.5%
premia za ryzyko	3.0%	8.5	9.5	10.7	12.2	13.3	14.5	20.2	23.4	27.8
	3.5%	8.1	8.9	10.0	11.4	12.3	13.4	18.3	20.9	24.4
	4.0%	7.7	8.5	9.4	10.7	11.5	12.4	16.6	18.8	21.6
	4.5%	7.3	8.0	8.9	10.0	10.8	11.6	15.2	17.0	19.4
	5.0%	6.9	7.6	8.4	9.4	10.1	10.8	14.0	15.5	17.5
	5.5%	6.6	7.2	7.9	8.9	9.4	10.1	12.9	14.2	15.9
	6.0%	6.2	6.8	7.5	8.4	8.9	9.5	11.9	13.1	14.5
	6.5%	5.9	6.5	7.1	7.9	8.3	8.9	11.1	12.1	13.3
	7.0%	5.7	6.1	6.7	7.4	7.9	8.3	10.3	11.2	12.2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

Wartości mnożnika P/E w przypadku TVN są silnie uzależnione od salda finansowego, czyli od wyceny długu (relacja EUR/PLN). Dla mnożnika EV/EBITDA mediana wartości dla wybranych spółek mediowych wynosi ok. 10.3-8.0x (na lata 2014-2016). W przypadku TVN jest to obecnie znacznie więcej (nawet uwzględniając wartość udziałów w Onet.pl i nc+).

Wycena porównawcza

	Cena	P/E			EV/EBITDA		
		2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
CYFROWY POLSAT	27.35 PLN	34.3	18.8	15.3	10.4	7.0	6.6
VIVENDI	19.55 EUR	32.2	26.4	24.2	11.9	8.7	8.9
BRITISH SKY BROADCASTING	889 GBP	15.4	14.0	14.7	9.2	8.2	8.1
TIME WARNER CABLE	153.16 USD	19.8	18.2	16.3	8.0	7.5	6.9
LIBERTY GLOBAL	44.36 USD	---	---	36.9	9.1	8.5	8.0
CENTRAL EUROPEAN MEDIA	2.5 USD	---	---	---	12.3	8.6	8.2
CTC MEDIA INC	9.09 USD	10.6	10.4	9.7	5.3	5.2	5.0
ITV	213.4 GBP	16.2	14.6	13.7	11.5	10.1	9.1
PROSIEBEN SAT.1	33.68 EUR	17.5	15.7	14.6	10.5	9.8	9.3
RTL GROUP	73.15 EUR	17.2	15.6	15.0	9.1	8.8	8.5
MEDIASET	9.86 EUR	54.2	24.4	16.3	3.7	3.8	3.3
TELEVISION FRANCAISE	3.182 EUR	25.8	17.0	14.9	11.7	8.1	7.7
MODERN TIMES	11.805 EUR	13.2	11.4	10.5	10.3	8.5	7.6
Mediana		17.5	15.7	15.0	10.3	8.5	8.0
TVN*	15.90 PLN	22.1	18.8	17.7	11.4	11.6	11.4

*- dla TVN w mnożniku EV/EBITDA uwzględniamy wartość udziałów w Onet.pl i nc+

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 2Q'14

Wyniki spółki za 2Q'13 oceniamy umiarkowanie negatywnie. Rozczarowaniem mogła być niewielka erozja wpływów z reklamy, co było efektem słabej oglądalności, w szczególności kanału głównego TVN (o czym ostrzegaliśmy już w poprzednim raporcie analitycznym). Ogółem wpływy w 2Q'14 spadły o 1.8% do 432.5 mln PLN. Przychody z reklamy i sponsoringu były niższe o 1.9% r/r i wyniosły 350.8 mln PLN (reklama -1.1% r/r; sponsoring -7.4% r/r). W omawianym okresie, koszty treści programowych wykazanych w RZiS wzrosły o prawie 6 mln PLN r/r, podczas gdy wpływy z reklamy i sponsoringu spadły o 6.8 mln PLN. Oceniamy, że po stronie kosztów spółka wykazała w 2Q'14 dużą dyscyplinę i tym samym marża EBITDA była na dobrym poziomie. Dodatkowo korzystny wpływ na rezultaty miał udział w wyniku jednostek stowarzyszonych, czyli nC+ oraz Onet.pl. Platforma nc+ w omawianym okresie zaraportowała wynik EBITDA i netto na poziomie 115 oraz 46.3 mln PLN, z kolei zysk netto Onetu za 2Q'14 wyniósł ok. 1.5 mln PLN. Zysk EBITDA segmentu nadawanie w 2Q'14 wyniósł 168.7 mln PLN, czyli był mniejszy o 4 mln PLN r/r (EBITDA samych kanałów tv skurczyła się o ponad 10 mln PLN r/r). Kolejny słaby okres wykazały Telezakupy i strata EBITDA przekroczyła 1.2 mln PLN. Ogółem raportowana EBITDA za 2Q'14 wyniosła 185.2 mln PLN, czyli była na najwyższym pułapie od 4Q'11. Po wyłączeniu wpływu jednostek stowarzyszonych EBITDA adj. była na poziomie 167.3 mln PLN, czyli niższa w ujęciu r/r o 3.7 mln PLN.

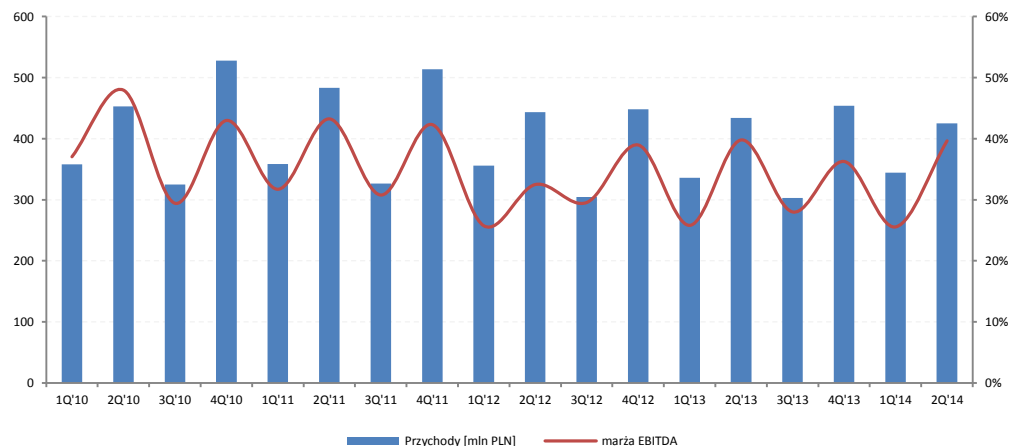
TVN, wraz publikacją wyników za 2Q'14 zaprzestał podawania szacunkowej wartości całego rynku reklamy tv. Przyszłe dane prezentowane przez spółkę mają się odnosić do przychodów związanych z reklamą oraz całkowitych skonsolidowanych wpływów grupy. Cyfrowy Polsat podał, że w 2Q'14 wydatki na reklamę i sponsoring w tv wzrosły o 5.3% r/r do 1.08 mld PLN (w całym 1H'14 dynamika wzrostu wynosiła 5%).

Wyniki finansowe za 2Q'14 [mln PLN]

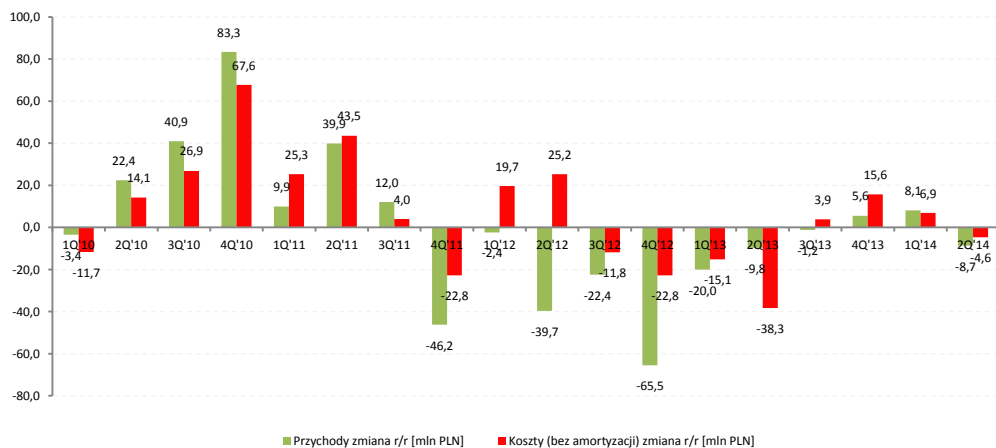
	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	3Q'12-2Q'13	3Q'13-2Q'14	zmiana r/r
Przychody	440.5	432.5	-1.8%	1 551.2	1 555.3	0.3%
reklama + sponsoring	357.6	350.8	-1.9%	1 231.2	1 234.2	0.2%
wpływy abonamentowe	53.3	51.3	-3.9%	216.2	209.4	-3.1%
sprzedaż towarów	6.1	6.9	14.7%	27.2	27.8	2.1%
inne	23.5	23.5	0.3%	76.6	83.9	9.5%
EBITDA adj	171.0	167.3	-2.2%	514.6	496.2	-3.6%
EBIT adj	150.9	150.3	-0.3%	400.3	428.5	7.0%
EBITDA	157.4	182.5	15.9%	478.6	395.2	-17.4%
EBIT	137.3	165.5	20.6%	390.3	327.5	-16.1%
Saldo finansowe	-176.9	-40.7	---	-410.4	-364.5	---
Wynik brutto	-39.6	124.8	---	-20.0	-37.0	---
Wynik netto dla akcjonariuszy jed. dom	-29.9	115.1	---	458.0	2.2	---
marża EBITDA	35.7%	42.2%		30.9%	25.4%	
marża EBIT	31.2%	38.3%		25.2%	21.1%	
marża netto	-6.8%	26.6%		29.5%	0.1%	
Nadawanie i produkcja tv	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	3Q'12-2Q'13	3Q'13-2Q'14	zmiana r/r
Przychody	433.9	425.2	-2.0%	1 522.3	1 526.1	0.3%
EBITDA	172.7	168.7	-2.3%	524.0	506.1	-3.4%
EBIT	152.6	151.8	-0.5%	436.0	438.6	0.6%
marża EBITDA	39.8%	39.7%		34.4%	33.2%	
marża EBIT	35.2%	35.7%		28.6%	28.7%	
Telezakupy	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	3Q'12-2Q'13	3Q'13-2Q'14	zmiana r/r
Przychody	7.5	8.4	11.7%	32.8	33.1	0.9%
EBITDA	-1.5	-1.2	---	-9.1	-9.0	---
EBIT	-1.5	-1.3	---	-35.3	-9.3	---
marża EBITDA	-19.9%	-14.6%	---	-27.9%	-27.2%	---
marża EBIT	-20.6%	-15.4%	---	-107.7%	-28.0%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

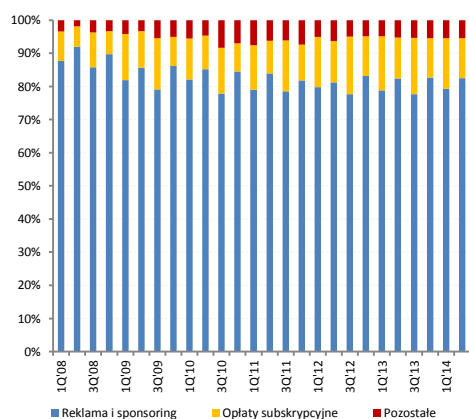
Marża EBITDA segmentu nadawanie w ujęciu kwartalnym



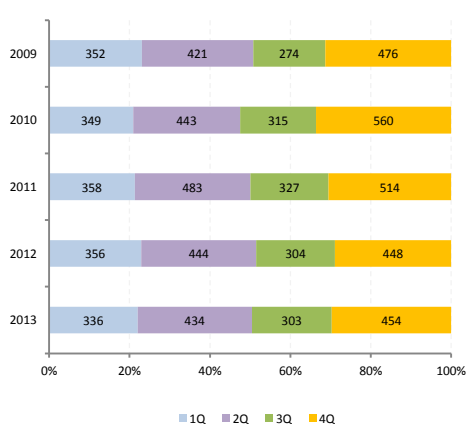
Wpływ przychodów/kosztów na marżę EBITDA segmentu nadawanie



Źródła przychodów segmentu nadawanie i produkcja tv



Sezonowość przychodów segmentu nadawanie i produkcja tv

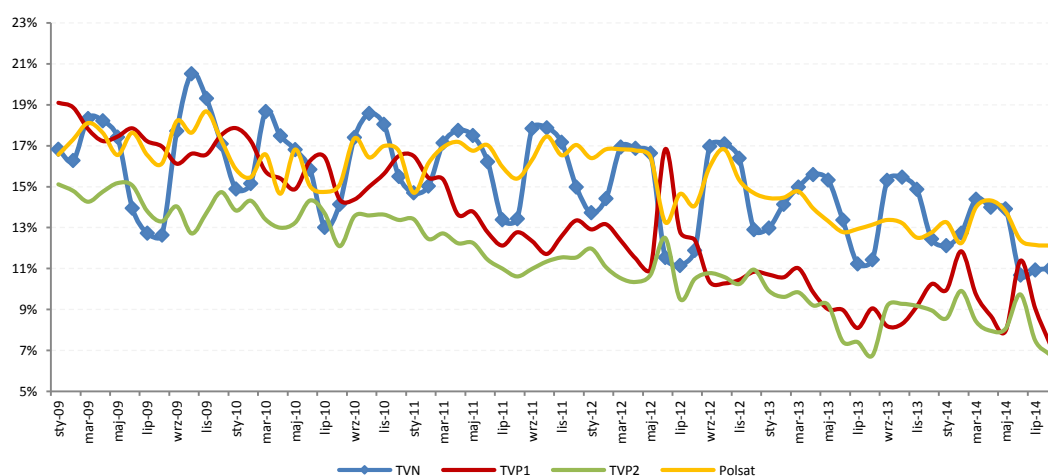


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprawdziły się nasze obawy o tym, że wyniki oglądalności stacji będą pod presją (efekt wysokiej bazy z 2013 roku oraz podejmowanych działań w sferze kontentu u konkurencji). Główny kanał TVN w okresie 2Q'14 tracił udziały w rynku szybciej niż konkurencja, słabe odczyty notowała też antena TVN7. W 2Q'14 udział w oglądalności głównego kanału TVN wyniósł niespełna 12.9%, czyli był niższy o ok. 1.9 pkt % r/r. Na tle innych głównych anten wynik ten jest słaby (Polsat główny zyskał 0.15 pkt %).

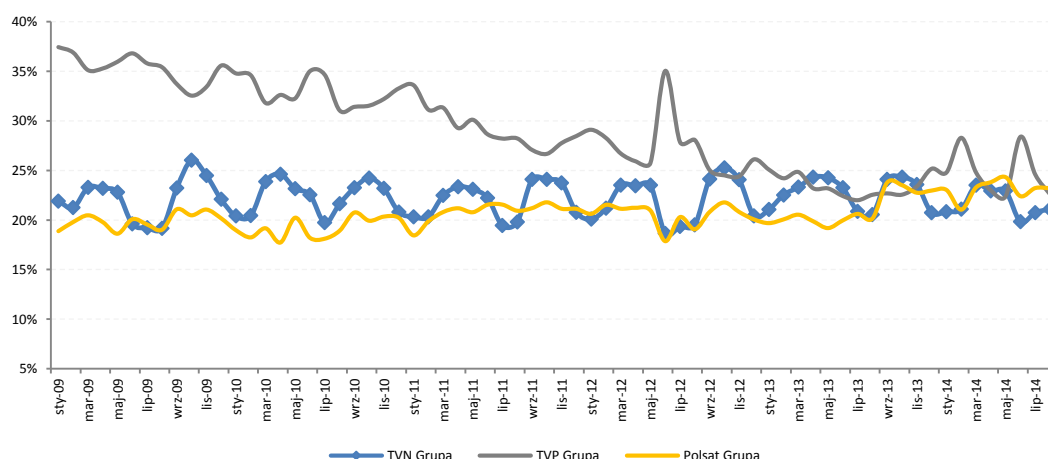
Dane o oglądalności za lipiec-sierpień'14 wskazują, że główny kanał TVN zatrzymał erozję utraty udziałów rynkowych w ujęciu r/r. Z zapowiedzi władz spółki wynika, że na 2H'14 nie należy oczekiwać istotnych ruchów po stronie kosztów programingu. Odzwierciedla to zresztą odstępną jesienią ramówki (na antenę główną powróciły sprawdzone tytuły, którym naszym zdaniem przy agresywnej postawie konkurencji, stopniowo będzie coraz trudniej walczyć o zdobytą wcześniej wysoką pozycję). Pomimo dość dobrych dla głównej anteny odczytów za wrzesień'14 obawiamy się, że dalsza (już pełna) ocena jesiennej ramówki TVN nie przyniesie trwałej odbudowy oglądalności i obawiamy się, że przyszłe odczyty będą przypominały obserwowaną tendencję z 2Q'14 (choć z mniejszą dynamiką erozji).

Udział w oglądalności głównych anten w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Nielsen Audience Measurement

Udział w oglądalności grupy kanałów trzech głównych graczy na rynku



Względne umocnienie od września'13 pozycji wszystkich kanałów Polsatu jest skutkiem uwzględnienia udziałów w TV4 i TV6.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Nielsen Audience Measurement

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2014 ORAZ NA KOLEJNE OKRESY

Rok 2013 był bardzo dobry pod względem oglądalności dla spółki. Należy mieć na uwadze, że były to najwyższe w historii odczyty oglądalności grupy TVN. Dobre rezultaty dotyczyły zarówno głównej anteny, która traciła na znaczeniu dużo wolniej niż konkurencja ale i programów tematycznych (w szczególności TTV i TVN7). Zwracamy też uwagę, że wyższe udziały rynkowe udało się osiągnąć pomimo utrzymywania oszczędności w budżetach na produkcję.

Już w poprzednim raporcie (obniżona rekomendacja z Kupuj na Trzymaj z 21.03.2014) ostrzegaliśmy, że stopniowo należy się liczyć ze spadkiem oglądalności. Faktycznie okres 2Q'14 był trudny dla spółki. Odczyty za lipiec-sierpień wskazują, że główna antena na tle konkurencji zachowywała się już względnie lepiej niż to miało miejsce w 2Q'14, również dane cząstkowe za wrzesień'14 pokazują mocniejsze odczyty. Dla raportowanej dynamiki przychodów za 3Q'14 in plus powinien działać także efekt niskiej bazy rynku reklamy z 3Q'13. Władze spółki zakomunikowały, wraz z publikacją rezultatów za 2Q'14, że w 3Q'14 oczekują tempa wzrostu przychodów grupy związanych z reklamą na wysokim jednocyfrowym poziomie. Przedstawione również oczekiwania dotyczące wzrostu przychodów związanych z reklamą za cały 2014 rok wskazują na dynamikę na średnim jednocyfrowym poziomie.

Podczas konferencji wynikowej za 2Q'14 władze spółki zaznaczyły, że celem na 2H'14 jest „dbanie” o marżę i dlatego nie należy oczekiwać istotnego wzrostu kosztów programowych. Przedstawiona koncepcja ma swoje odzwierciedlenie w ofercie programowej. Spoglądając na ramówkę jesień-zima'14, oceniamy że spółka zrezygnowała ze słabych tematów z poprzedniego sezonu i postawiła zdecydowanie na sprawdzone w poprzednich okresach programy (odpowiadające za sukces oferty z 2013 roku). Uważamy, że w miarę wejścia w pełen sezon jesień-zima'14 należy jednak liczyć się dalej ze spadającą oglądalnością, choć z mniejszą dynamiką erozji aniżeli w 2Q'14.

Budując model na kolejne okresy uwzględniamy nasze obawy związane z przyszłą dynamiką wzrostu przychodów. Przygotowujemy się na scenariusz, że spółce będzie trudno wykazywać w kolejnych kwartałach lepsze odczyty od dynamiki wzrostu przychodów z reklamy w telewizji szerokiego rynku. Obecna bardzo silna pozycja na rynku telewizyjnym będzie musiała być raczej broniona, szczególnie w obliczu silnej konkurencji oraz stopniowej transformacji sposobu odbioru treści programowych.

W modelu przyjmujemy, że w 2014 roku oglądalność kanałów spółki spadnie o ok. 0.9 pkt %, a w latach 2015-2016 po ok. 0.3 pkt %, co będzie wpływało na niższą dynamikę wzrostu wpływów reklamowych kanałów tv. Liczymy jednak na znaczący dodatni wpływ r/r wzrostu wpływów z pozostałych obszarów (w szczególności TVN Player oraz Premium TV). Ogółem w segmencie nadawanie zakładamy wzrost przychodów w 3Q'14 o 4.1% r/r, a w 4Q'14 o niespełna 3% r/r. W skali całego 2014 roku w segmencie spodziewamy się wzrostu przychodów do 1.55 mld PLN, czyli o 24 mln PLN r/r. Podkreślamy, że w 2015 i 2016 roku wpływ na niższą dynamikę wzrostu przychodów ma założony spadek udziału w oglądalności.

W zakresie kosztów programowych utrzymujemy założenie, że kluczowym celem na 2H'14 będzie „dbanie” o marżę. Dlatego na 2H'14 przyjęliśmy wzrost kosztów związanych z kontentem o 15 mln PLN r/r, podczas gdy wpływ reklamowy rosną w tym okresie o 21 mln PLN r/r. W latach 2015-2016 spodziewamy się, że dynamika kosztów programowych związana z obroną oglądalności będzie wyższa aniżeli wpływów z reklamy i sponsoringu. Zatem w 2015 roku przyrost kosztów programowych przekracza dynamikę przychodów z reklamy i sponsoringu o 9 mln PLN, a w 2016 roku o niespełna 2 mln PLN.

Naszym zdaniem w kolejnych okresach coraz większe ryzyko dla wyników spółki może stanowić proces spadku znaczenia reklamy tv w całości rynku reklamy w Polsce. Obecny udział tego segmentu jest wysoki na tle innych krajów w UE i regionie CEE. Tym samym spółka będzie musiała walczyć o nowe wpływy z udostępniania treści w internecie (zarówno poprzez abonament jak i reklamy). Obecne nasze założenia dla rynku reklamy tv wciąż nie uwzględniają wejścia w strukturalne zmiany, co w przyszłości może skutkować dalszymi korektami w dół wpływów z reklamy dla spółki.

Prognoza wyników na lata 2014-2016 [mln PLN]

	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015	2016
Przychody	440.5	309.9	461.0	351.8	432.5	322.9	475.1	357.0	446.5	328.6	484.0	1 554.6	1 582.3	1 616.1	1 653.7
reklama + sponsoring	357.6	235.5	375.2	272.7	350.8	245.2	386.0	274.4	361.1	246.4	391.6	1 232.9	1 254.7	1 273.5	1 291.8
wpływy abonamentowe	53.3	51.5	53.9	52.7	51.3	51.8	52.5	52.7	52.8	53.1	53.2	213.9	208.2	211.8	212.9
sprzedaż towarów	6.1	6.5	7.1	7.2	6.9	6.9	7.9	7.6	7.6	7.3	8.8	26.5	29.0	31.2	34.4
inne	23.5	16.4	24.8	19.2	23.5	19.0	28.7	22.2	25.0	21.9	30.4	81.3	90.4	99.6	114.7
EBITDA adj	171.0	83.8	158.1	86.9	167.3	88.7	162.8	83.0	164.4	85.8	161.5	498.1	505.8	494.7	496.2
EBIT adj	150.9	66.1	142.2	69.9	150.3	73.2	147.4	67.4	148.7	70.1	145.7	422.9	442.5	431.9	431.9
EBITDA	157.4	82.6	34.4	95.8	182.5	98.7	176.3	95.0	180.4	100.8	181.5	372.4	553.3	557.7	581.2
EBIT	137.3	64.9	18.4	78.7	165.5	83.2	160.9	79.4	164.7	85.1	165.7	297.2	490.0	494.9	516.9
Saldo finansowe	-176.9	-239.0	-8.4	-76.4	-40.7	-60.1	-54.1	-46.9	-46.2	-46.5	-46.1	-566.9	-231.4	-185.7	-186.3
Wynik brutto	-39.6	-174.2	10.1	2.3	124.8	23.1	106.7	32.5	118.5	38.6	119.6	-269.8	258.7	309.2	330.5
Wynik netto dla akcjonariuszy	-29.9	-169.8	45.8	11.1	115.1	22.5	99.7	31.4	110.7	37.2	112.0	-197.8	248.4	291.3	310.4
marża EBITDA	35.7%	26.6%	7.5%	27.2%	42.2%	30.6%	37.1%	26.6%	40.4%	30.7%	37.5%	24.0%	35.0%	34.5%	35.1%
marża EBIT	31.2%	20.9%	4.0%	22.4%	38.3%	25.8%	33.9%	22.3%	36.9%	25.9%	34.2%	19.1%	31.0%	30.6%	31.3%
marża netto	-6.8%	-54.8%	9.9%	3.2%	26.6%	7.0%	21.0%	8.8%	24.8%	11.3%	23.1%	-12.7%	15.7%	18.0%	18.8%
Nadawanie i produkcja tv	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015	2016
Przychody	433.9	303.1	453.7	344.1	425.2	315.5	466.8	348.6	438.2	320.8	474.7	1526.7	1551.5	1582.3	1616.3
EBITDA	172.7	84.9	164.6	88.0	168.7	90.2	163.6	84.0	165.5	87.2	162.3	508.9	510.4	499.0	498.9
EBIT	152.6	67.2	148.7	70.9	151.8	74.7	148.2	68.5	150.0	71.6	146.5	433.9	445.7	436.6	434.0
marża EBITDA	39.8%	28.0%	36.3%	25.6%	39.7%	28.6%	35.1%	24.1%	37.8%	27.2%	34.2%	33.3%	32.9%	31.5%	30.9%
marża EBIT	35.2%	22.2%	32.8%	20.6%	35.7%	23.7%	31.8%	19.7%	34.2%	22.3%	30.9%	28.4%	28.7%	27.6%	26.8%
Telezakupy	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015	2016
Przychody	7.5	7.8	8.3	8.7	8.4	8.2	9.1	9.1	9.1	8.6	10.0	31.7	34.3	36.8	40.4
EBITDA	-1.5	-0.7	-6.3	-0.8	-1.2	-1.1	-0.4	-0.6	-0.8	-1.0	-0.4	-9.7	-3.5	-2.8	-0.8
EBIT	-1.5	-0.7	-6.4	-0.9	-1.3	-1.2	-0.5	-0.7	-0.9	-1.1	-0.5	-9.9	-3.8	-3.1	-1.1
marża EBITDA	-19.9%	-8.6%	-76.6%	-9.1%	-14.6%	-13.6%	-4.6%	-6.8%	-8.6%	-12.0%	-4.2%	-30.6%	-10.3%	-7.7%	-1.9%
marża EBIT	-20.6%	-9.3%	-77.3%	-9.9%	-15.4%	-14.5%	-5.5%	-7.6%	-9.4%	-12.9%	-5.0%	-31.3%	-11.2%	-8.6%	-2.6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANY W ZAŁOŻENIACH

Z uwagi na przyjęcie już w marcu'14 założenia o spadku oglądalności nie decydujemy się na istotne zmiany w projekcjach na 2014 rok. Obniżyliśmy przychody o niespełna 1% w porównaniu do poprzedniego raportu. Również dokonane korekty na poziomie EBITDA nie są istotne. Niemniej z uwagi na utrzymanie spadków oglądalności w latach 2015-2016 oraz rozluźnieniu kosztów programowych zmuszeni byliśmy do rewizji w dół dalszych prognozowanych wyników operacyjnych. Tym samym raportowany poziom EBITDA na 2015-2016 obniżyliśmy odpowiednio o 6.9% oraz 9.9%.

Zmiany w założeniach w porównaniu z raportem z marca'14

	2014 stara	2014 nowa	zmiana r/r	2015 stara	2015 nowa	zmiana r/r	2015 stara	2016 nowa	zmiana r/r
Przychody	1 596.0	1 582.3	-0.9%	1 646.0	1 616.1	-1.8%	1 685.9	1 653.7	-1.9%
EBITDA adj	519.7	505.8	-2.7%	544.1	494.7	-9.1%	559.9	496.2	-11.4%
EBIT adj	455.5	442.5	-2.9%	479.5	431.9	-9.9%	494.6	431.9	-12.7%
EBITDA	548.7	553.3	0.8%	599.1	557.7	-6.9%	644.9	581.2	-9.9%
EBIT	484.5	490.0	1.1%	534.5	494.9	-7.4%	579.6	516.9	-10.8%
Wynik netto dla akcjonariuszy	267.6	248.4	-7.2%	355.3	291.3	-18.0%	451.2	310.4	-31.2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS [mln PLN]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody	1 718.2	1 584.3	1 554.6	1 582.3	1 616.1	1 653.7	1 688.4	1 722.2	1 755.3	1 787.0	1 818.0	1 846.7
Przychody z emisji reklam	1 221.8	1 119.1	1 076.9	1 088.0	1 100.8	1 115.2	1 136.7	1 159.0	1 181.6	1 204.1	1 225.8	1 245.4
Przychody abonamentowe	201.2	216.7	213.9	208.2	211.8	212.9	213.9	215.0	216.1	217.2	218.3	219.3
Przychody ze sponsoringu	139.6	134.7	156.0	166.7	172.6	176.6	180.0	183.5	187.1	190.7	194.1	197.2
Przychody ze sprzedaży towarów	38.7	30.7	26.5	29.0	31.2	34.4	36.1	37.0	37.7	38.5	39.3	40.0
Pozostałe przychody	116.8	83.0	81.3	90.4	99.6	114.7	121.7	127.7	132.7	136.6	140.6	144.7
Koszty operacyjne	1 213.3	1 172.5	1 128.1	1 139.8	1 184.2	1 221.9	1 255.8	1 286.0	1 313.6	1 339.4	1 363.2	1 385.3
Amortyzacja kosztów prod. wł.	441.5	429.9	428.2	453.2	472.9	489.4	504.1	518.0	530.9	542.3	552.1	560.9
Amortyzacja licencji program. i koprodukcji	148.4	144.1	137.6	145.1	153.4	156.9	161.2	165.7	169.0	172.2	175.3	178.1
Koszty wynagrodzeń	160.2	156.0	158.0	166.8	175.8	182.3	187.4	191.1	194.8	198.3	201.7	204.9
Amortyzacja oraz utrata wartości	63.3	81.8	75.2	65.0	62.8	65.3	67.6	69.4	71.1	72.9	74.6	76.2
Koszty nadawania programów tv	55.2	69.3	65.8	60.4	61.0	61.9	62.8	63.8	64.7	65.7	66.7	67.7
Oplaty z tyt. praw autorskich	63.9	52.9	50.0	50.2	51.4	52.5	53.6	54.7	55.7	56.7	57.7	58.6
Koszty marketingu	49.9	48.8	39.7	42.0	43.4	46.0	47.7	48.7	49.6	50.5	51.4	52.2
Koszty wynajmu	40.5	41.4	28.6	23.0	23.0	23.3	23.7	24.1	24.4	24.8	25.1	25.5
Koszty sprzedanych towarów i usług	42.1	32.8	36.5	30.1	32.8	34.4	36.1	37.0	37.7	38.5	39.3	40.0
Pozostałe	148.2	115.6	108.6	104.1	107.6	109.8	111.6	113.6	115.6	117.5	119.3	121.0
EBITDA adj	565.9	491.3	498.1	505.8	494.7	496.2	499.1	504.4	511.7	519.3	528.1	536.4
EBIT adj	502.6	383.5	422.9	442.5	431.9	431.9	432.6	436.2	441.7	447.6	454.7	461.4
EBITDA	565.9	456.0	372.4	553.3	557.7	581.2	594.1	604.4	611.7	619.3	628.1	636.4
EBIT	502.6	374.3	297.2	490.0	494.9	516.9	527.6	536.2	541.7	547.6	554.7	561.4
Wynik brutto	-137.9	267.8	-269.8	258.7	309.2	330.5	397.5	411.9	423.4	383.9	394.0	403.8
Wynik netto dla akcjonariuszy	-317.4	486.1	-197.8	248.4	291.3	310.4	355.6	367.1	363.9	332.0	340.1	348.1
Segment nadawania	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody	1 682.1	1 552.1	1 526.7	1 551.5	1 582.3	1 616.3	1 649.4	1 682.3	1 714.6	1 745.6	1 775.8	1 803.7
EBITDA	640.7	500.5	508.9	510.4	499.0	498.9	501.9	507.2	514.5	522.1	531.0	539.3
EBIT	577.8	418.9	433.9	445.7	436.6	434.0	434.6	438.2	443.7	449.5	456.7	463.3
Bilans [mln PLN]	2 290.9	2 945.8	2 840.8	2 865.6	2 955.3	3 065.9	3 181.0	3 298.3	3 415.4	3 532.2	3 648.3	3 763.9
Aktywa trwałe	2 061.9	648.6	634.9	618.3	628.3	641.5	654.2	666.6	678.8	690.8	702.6	714.1
RZAT+WNiP+Wartość firmy+Marki	179.2	171.5	155.1	161.8	178.5	190.8	198.3	203.2	208.0	212.8	217.2	221.3
Dł aktywa programowe	1.2	1 865.6	1 730.5	1 771.3	1 834.3	1 919.3	2 014.3	2 114.3	2 214.3	2 314.3	2 414.3	2 514.3
Inwest w jedn stow	48.6	260.1	320.3	314.2	314.2	314.2	314.2	314.2	314.2	314.2	314.2	314.2
Pozostałe dł aktywa trwałe	2 821.1	2 020.5	1 058.5	982.3	948.2	941.4	923.4	916.5	908.4	918.3	936.7	963.1
Aktywa obrotowe	241.5	259.2	244.9	242.7	267.7	286.2	297.5	304.7	312.1	319.2	325.8	331.9
Kr aktywa programowe	376.4	317.2	341.9	334.0	341.2	353.7	361.1	368.4	375.4	382.2	388.8	395.0
Należności handlowe	0.0	915.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kr środki pien o ograniczonym dysponowaniu	75.0	50.0	0.0	64.2	64.2	64.2	64.2	64.2	64.2	64.2	64.2	64.2
Depozyty bankowe >3mc	592.1	308.6	398.5	265.7	197.8	157.2	118.9	95.9	71.8	66.3	70.1	82.8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1 536.0	170.1	73.2	75.6	77.2	80.0	81.7	83.3	84.9	86.4	87.9	89.2
Rozliczenia mk i inne aktywa obrotowe	5 112.0	4 966.3	3 899.3	3 848.0	3 903.5	4 007.3	4 104.4	4 214.8	4 323.8	4 450.5	4 585.1	4 727.0
Aktywa razem	923.5	1 359.1	957.3	989.8	1 029.1	1 164.3	1 344.7	1 536.5	1 725.2	1 881.9	2 046.8	2 219.7
Kapitał własny	3 478.5	3 203.9	2 520.1	2 404.9	2 383.9	2 254.7	2 160.7	2 068.7	1 978.6	1 939.6	1 900.6	1 861.6
Zobow długoterminowe	3 295.0	3 151.7	2 488.6	2 367.5	2 346.5	2 217.2	2 123.2	2 031.2	1 941.2	1 902.2	1 863.2	1 824.2
Dł część kredytów i obligacji	183.5	52.3	31.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5
Pozostałe zobow dł	710.0	403.3	421.8	453.0	490.3	588.2	597.9	607.5	616.8	625.8	634.5	642.6
Zobowiązania krótkoterminowe	163.6	170.0	133.2	136.3	148.1	151.6	154.8	157.9	160.9	163.8	166.6	169.3
Zobow kr handlowe	292.8	48.2	35.0	21.3	21.0	108.0	107.7	107.5	107.2	107.0	106.8	106.6
Kr część kredytów i obligacji	253.6	185.1	253.7	295.5	321.2	328.6	335.4	342.1	348.7	354.9	361.1	366.7
Pozostałe zobow i rozliczenia mk	5 112.0	4 966.3	3 899.3	3 847.8	3 903.3	4 007.1	4 103.3	4 212.6	4 320.6	4 447.3	4 581.9	4 723.9
Pasywa razem	2 290.9	2 945.8	2 840.8	2 865.6	2 955.3	3 065.9	3 181.0	3 298.3	3 415.4	3 532.2	3 648.3	3 763.9
CF [mln PLN]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CF operacyjny	435.2	325.2	596.1	570.2	461.8	439.8	438.5	447.6	440.1	455.5	463.3	470.5
CF inwestycyjny	48.1	530.1	21.7	-115.9	-63.6	-72.0	-74.7	-77.2	-79.4	-81.5	-83.1	-84.4
CF finansowy	-319.4	-1 207.5	-527.0	-587.1	-466.2	-408.4	-402.1	-393.4	-384.8	-379.5	-376.5	-373.4
Środki pieniężne sop	480.3	592.1	308.6	398.5	265.7	197.8	157.2	118.9	95.9	71.8	66.3	70.1
Środki pieniężne eop	592.1	308.6	398.5	265.7	197.8	157.2	118.9	95.9	71.8	66.3	70.1	82.8

Wybrane dane finansowe	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody zmiana r/r	-10.8%	-7.8%	-1.9%	1.8%	2.1%	2.3%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%
EBITDAadj. zmiana r/r	-18%	-13%	1%	2%	-2%	0%	1%	1%	1%	1%	2%	2%
EBITadj. zmiana r/r	-14%	-24%	10%	5%	-2%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	1%
Wynik netto zmiana r/r	---	---	---	---	17%	7%	15%	3%	-1%	-9%	2%	2%
Marża EBITDAadj.	32.9%	31.0%	32.0%	32.0%	30.6%	30.0%	29.6%	29.3%	29.2%	29.1%	29.0%	29.0%
Marża EBITadj.	29.3%	24.2%	27.2%	28.0%	26.7%	26.1%	25.6%	25.3%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
Marża netto	-18.5%	30.7%	-12.7%	15.7%	18.0%	18.8%	21.1%	21.3%	20.7%	18.6%	18.7%	18.9%
Dług %	3 598	3 200	2 522	2 389	2 367	2 325	2 231	2 139	2 048	2 009	1 970	1 931
Odsetki/EBITDAadj.	62%	76%	111%	42%	39%	39%	38%	36%	34%	32%	31%	30%
Dług netto	2 931	1 926	2 123	2 059	2 105	2 104	2 048	1 979	1 912	1 879	1 836	1 784
Dług netto (po korekcie o udziały w Onet.pl i nc+)	---	60	393	287	271	184	33	-136	-302	-436	-579	-731
Dług netto/EBITDAadj.	5.2x	3.9x	4.3x	4.1x	4.3x	4.2x	4.1x	3.9x	3.7x	3.6x	3.5x	3.3x
CAPEX / Przychody	13.5%	23.1%	5.4%	4.5%	4.5%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
CAPEX / Amortyzacja	82%	383%	112%	109%	116%	120%	119%	118%	117%	116%	116%	115%
Amortyzacja / Przychody	16.5%	6.0%	4.8%	4.1%	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%

Wybrane wskaźniki rynkowe	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
P/E	---	11.3x	---	22.1x	18.8x	17.7x	15.4x	14.9x	15.1x	16.5x	16.1x	15.7x
P/CE	---	9.5x	-44.9x	17.5x	15.5x	14.6x	13.0x	12.6x	12.6x	13.5x	13.2x	12.9x
P/BV	6.0x	4.1x	5.8x	5.5x	5.3x	4.7x	4.1x	3.6x	3.2x	2.9x	2.7x	2.5x
EV/EBITDA adj.	14.9x	11.3x	11.8x	11.4x	11.6x	11.4x	11.0x	10.6x	10.1x	9.7x	9.3x	8.9x
EV/EBIT adj.	16.8x	14.5x	14.0x	13.0x	13.3x	13.1x	12.7x	12.3x	11.7x	11.3x	10.8x	10.3x
EV/S	4.9x	4.7x	4.9x	4.8x	4.7x	4.6x	4.5x	4.3x	4.2x	4.1x	4.0x	3.9x
EPS	-0.92	1.40	-0.57	0.72	0.84	0.90	1.03	1.06	1.06	0.96	0.99	1.01
BVPS	2.67	3.92	2.76	2.87	2.99	3.38	3.91	4.46	5.01	5.47	5.95	6.46
DPS	0.04	0.10	0.64	0.00	0.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
Strategia, media/rozrywka, finanse, stal

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, petrochemia

Krystian Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
redukuj	14.66	trzymaj	16.32	22.09.2014	15.9	55 510
trzymaj	16.45	kupuj	12.85	21.03.2014	16.2	50 628
kupuj	12.85	---	---	03.06.2013	10.5	47 310

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'14:

Kupuj	4	27%
Akumuluj	5	33%
Trzymaj	1	7%
Redukuj	3	20%
Sprzedaj	2	13%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny służyć inwestorom do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Klausele:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 22.09.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów do dnia 25.09.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 22.09.2014 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełni funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.