



4fun Media

1. Profil Spółki

Grupa Kapitałowa 4fun Media prowadzi działalność na rynku telewizji i mediów cyfrowych w Polsce. Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie notowana jest od 30 listopada 2010 roku.

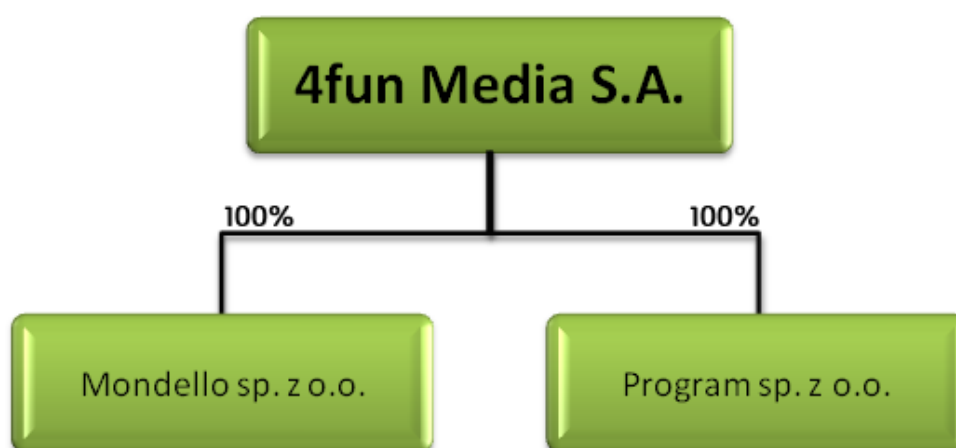
Emitent jest nadawcą trzech własnych kanałów tematycznych: 4fun.tv, TV.DISCO oraz mjuzik.tv (ten ostatni w trzecim kwartale 2014 roku zastąpił dotychczasową stację RBL.TV). Ponadto 4fun Media zajmuje się produkcją programów telewizyjnych i formatów interaktywnych (przystosowanych do emisji w stacjach telewizyjnych, telefonach komórkowych, Internecie i na platformach IPTV), a także dystrybucją na krajowy rynek kilkunastu stacji telewizyjnych (m.in. CNBC Europe, Da Vinci Learning, Playboy).

Kanały własne nadawane przez Emitenta mają charakter muzyczno-rozrywkowy, cechując się niestandardowymi formatami reklamowymi i programowymi oraz dużą innowacyjnością, a docelową ich grupą odbiorców są przede wszystkim widzowie relatywnie młodzi. Najbardziej znany oraz najstarszy z nich - 4fun.tv - koncentruje się głównie na emisji najpopularniejszych krajowych i światowych teledysków oraz na organizacji konkursów i zabaw interaktywnych. Profil muzyczny stacji TV.DISCO oparty jest przede wszystkim na polskiej muzyce disco i disco polo. Format kanału mjuzik.tv, który rozpoczął nadawanie od połowy sierpnia bieżącego roku, ma natomiast stanowić powrót do korzeni prawdziwej telewizji muzycznej - główny nacisk kładziony jest na muzykę, której nie przerywają dodatkowe aktywności antenowe, a o doborze emitowanych teledysków decyduje nie tylko ich popularność i wysoka rotacja radiowa, ale również względy artystyczne i estetyczne.

4fun Media równolegle rozwija własne innowacyjne rozwiązania technologiczne. Wśród nich na wyróżnienie zasługuje FUN APP - mobilna aplikacja typu second screen, której głównym założeniem jest dostarczanie widzom kanałów muzycznych kolejnych narzędzi interakcji, komunikacji i rozrywki poprzez dostęp do dodatkowych treści czy umożliwienie kontaktu na żywo z innymi widzami.



W skład Grupy Kapitałowej wchodzi jednostka dominująca 4fun Media S.A., której głównym przedmiotem działalności jest produkcja i nadawanie muzyczno-rozrywkowych kanałów telewizyjnych, a także dwie jednostki zależne - Mondello sp. z o.o. oraz Program sp. z o.o. - z których pierwsza zajmuje się transmisją satelitarną kanałów 4fun Media S.A., natomiast druga jest odpowiedzialna za dystrybucję tematycznych kanałów telewizyjnych, badanie rynku telewizji płatnych oraz działalność marketingową i promocyjną na rzecz klientów.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

W kwietniu 2014 roku spółka Program sp. z o.o. nabyła 20 proc. udziałów w firmie Hatak Media sp. z o.o. Podmiot ten nie podlega jednak konsolidacji ze względu na brak sprawowania kontroli.

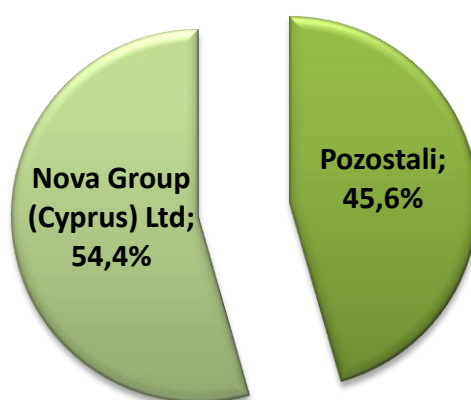
2. Akcjonariat

Według stanu z dnia 31 października 2014 roku kapitał podstawowy 4fun Media S.A. składa się z 4.063.500 akcji o wartości nominalnej 1 zł każda. Dominującym akcjonariuszem Emitenta jest spółka Nova Group (Cyprus) Limited, która posiada 2.211.499 walerów, co stanowi 54,42 proc. w kapitale zakładowym i w głosach na walnym zgromadzeniu 4fun Media. Do niedawna wśród podmiotów, których udział w Spółce wynosił więcej niż 5 proc., był jeszcze Aviva Investors FIO, jednak na początku



bieżącego roku ten fundusz inwestycyjny zbył część posiadanych akcji, zmniejszając swój udział poniżej wspomnianego progu 5 proc. ogólnej liczby głosów. Obecnie wszyscy pozostali akcjonariusze mają na rachunkach 45,6 proc. akcji. Wśród nich nieznacznym pakietem 5.000 walorów posiada także Prezes Zarządu 4fun Media - Pani Ewa Czekąta.

Struktura akcjonariatu 4fun Media



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

3. Ocena jakości komunikacji Spółki z rynkiem

Do sposobu komunikacji Spółki 4fun Media z rynkiem nie można mieć większych zastrzeżeń. Emitent prawidłowo wykonuje obowiązki informacyjne narzucone przez przepisy prawa i regulacje giełdowe, a publikowane raporty bieżące i okresowe są kompletne i zrozumiałe dla przeciętnego czytelnika. Ponadto korporacyjna strona internetowa ma przejrzysty układ, a jej zawartość - m.in. wszystkie podstawowe informacje na temat działalności Grupy Kapitałowej i jej otoczenia - są uaktualniane na bieżąco.

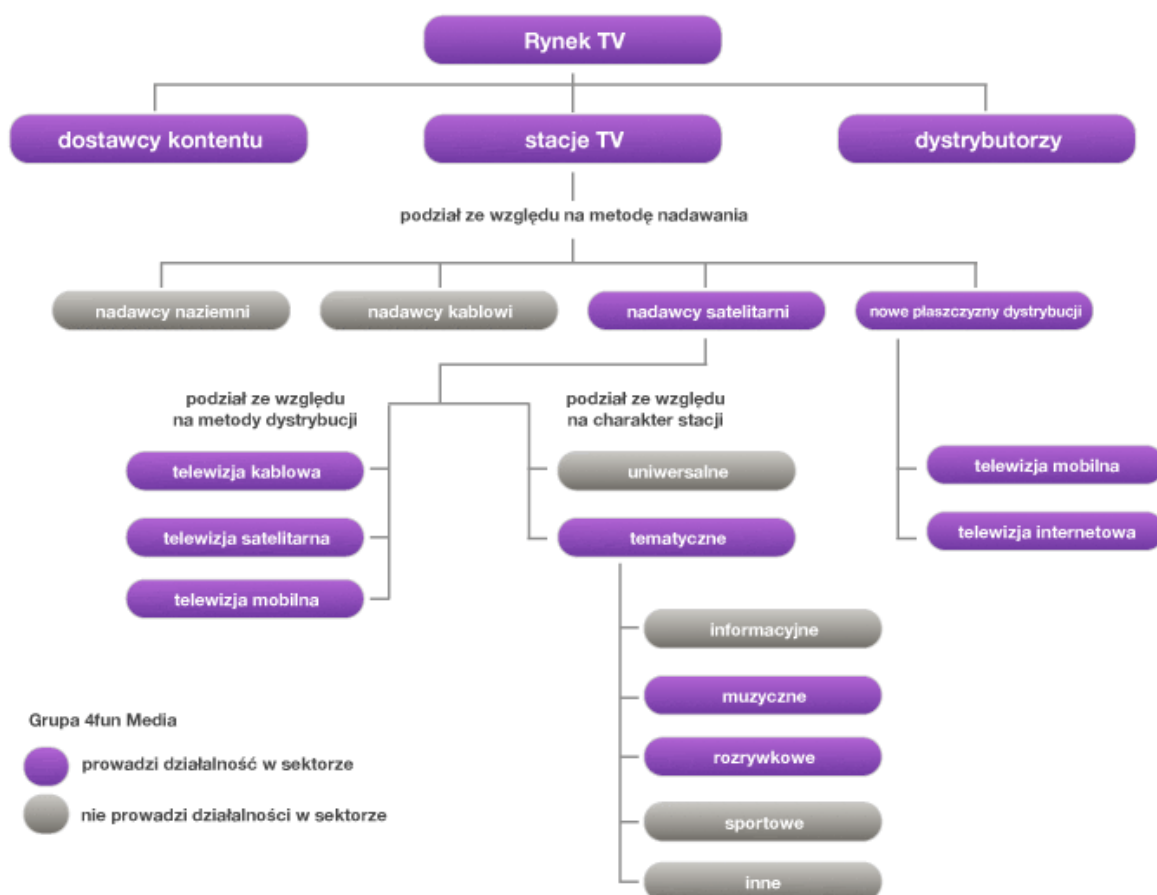
Biorąc pod uwagę mniej standardowe oraz nieobowiązkowe formy komunikacji z inwestorami wspomnieć można, iż przedstawiciele 4fun Media uczestniczyli w konferencji WallStreet, dedykowanej przede wszystkim inwestorom indywidualnym, a wcześniej brali także udział w czatach internetowych. Na plus należy zaliczyć także fakt używania w obszarze relacji inwestorskich serwisu Facebook (Spółka korzysta



też z serwisów Twitter i Youtube, jednak funkcjonujące tam profile dotyczą głównie działalności własnych kanałów telewizyjnych, a nie całej Grupy Kapitałowej 4fun Media). Po pierwszym półroczu 2014 roku Emitent opublikował także na własnej stronie internetowej, choć jak do tej pory jedyną, prezentację inwestorską podsumowującą wyniki osiągnięte przez 4fun Media w minionym okresie.

4. Analiza i perspektywy sektora/branży - pozycja Spółki

Grupa 4fun Media obecnie prowadzi działalność głównie na rynku telewizyjnym w Polsce, w tym przede wszystkim w zakresie produkcji i emisji kanałów tematycznych (muzyczno-rozrywkowych). Podział krajowego rynku telewizyjnego z uwzględnieniem obszarów aktywności Spółki przedstawić można za pomocą następującego schematu:



Źródło: Emitent.



Rynek stacji telewizyjnych w Polsce tworzą nadawcy publiczni oraz nadawcy komercyjni, a znaczna część kanałów jest dostępna odpłatnie (sieci kablowe, platformy satelitarne, IPTV). Na koniec 2013 roku z usług telewizji satelitarnej korzystało ok. 40 proc. gospodarstw domowych, natomiast do sieci telewizji kablowej podłączonych było ok. 30 proc. wszystkich odbiorników. Dzięki procesowi cyfryzacji telewizji, zakończonemu w ubiegłym roku, widzowie mają także bezpłatny dostęp do cyfrowej telewizji naziemnej, w ramach których aktualnie działają trzy ogólnokrajowe multipleksy obejmujące łącznie 24 polskojęzyczne kanały telewizyjne.

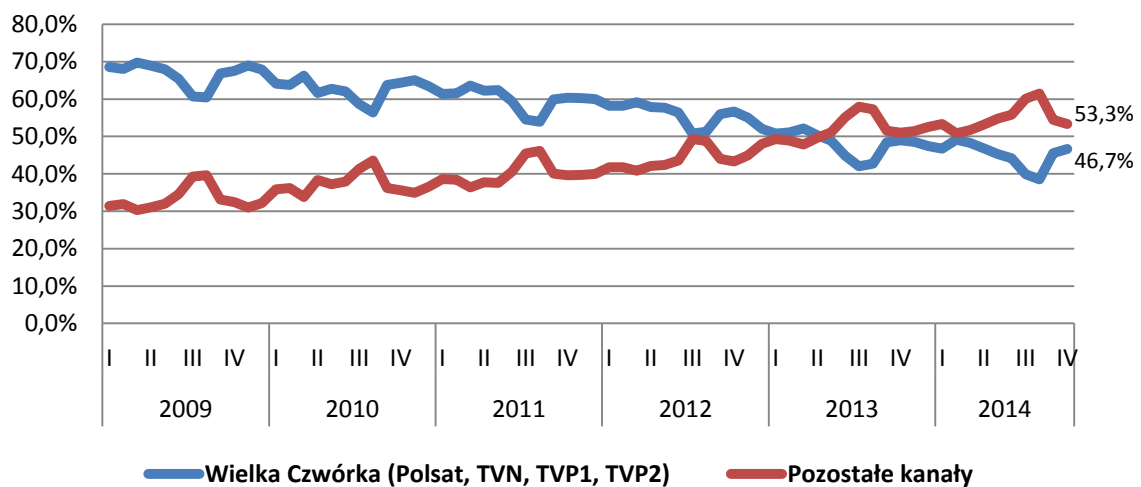
Kanały własne Emitenta - 4fun.tv, TV.DISCO oraz mjuzik.tv - nadawane są drogą satelitarną jako „free-to-air”, co oznacza, że są one dostępne nieodpłatnie i mogą docierać do wszystkich użytkowników niezależnych anten satelitarnych nastawionych na odbiór z satelity HotBird (według szacunków 4fun Media ich liczba w Polsce to ok. 750 tys.). Grupa 4fun Media podpisała także umowy z więcej niż 320 operatorami sieci kablowych, w tym ze wszystkimi dziesięcioma największymi z nich. Ponadto dostęp do kanałów własnych Emitenta ma ok. 80 proc. abonentów platform cyfrowych. Stacje 4fun.tv oraz TV.DISCO są także obecne na dwóch lokalnych multipleksach naziemnej telewizji cyfrowej - NTL Radomsko oraz TVT Rybnik - których sygnał dociera łącznie do blisko 5 mln widzów. W trzecim kwartale bieżącego roku ogólny zasięg techniczny 4fun.tv wyniósł 64 proc., mjuzik.tv - 37,5 proc, a TV.DISCO - 36,6 proc. populacji kraju. Zasięg ten systematycznie rośnie, szczególnie jeśli chodzi o kanały mjuzik.tv oraz TV.DISCO, co może przyczynić się do większej ich oglądalności w przyszłości.

Polski rynek kanałów telewizyjnych zdominowany jest przez grupy Polsat, TVP oraz TVN, których łączny udział w oglądalności w trzecim kwartale bieżącego roku stanowił ok. 70 proc. Wśród nich największą widownią cieszą się uniwersalne stacje telewizyjne Polsat, TVN, TVP1 oraz TVP2 (tzw. „Wielka Czwórka”), których pojedyncze udziały w oglądalności, zgodnie z szacunkami Nielsen Audience Measurement, są bliskie lub nieco wyższe od poziomu 10 proc. Łączny udział Wielkiej Czwórki systematycznie jednak maleje na rzecz pozostałych kanałów, co jest efektem rosnącego znaczenia kanałów tematycznych, a także konsekwencją cyfryzacji telewizji naziemnej i tym samym podziałem pozostającej w jej zasięgu widowni pomiędzy powiększoną liczbę



dostępnych kanałów telewizyjnych. Powyższa tendencja powinna też się utrzymać w kolejnych okresach.

Miesięczne udziały w oglądalności



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Nielsen Audience Measurement.

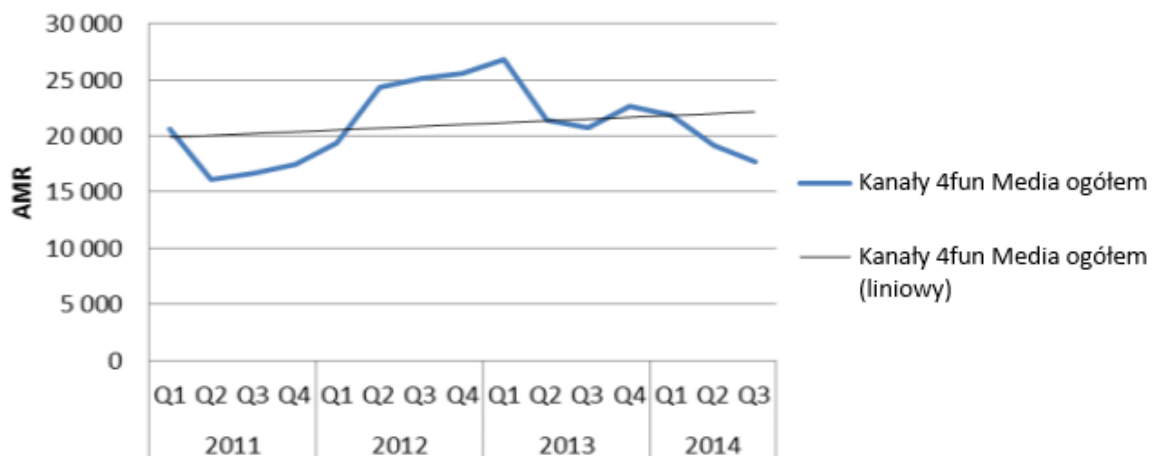
Rosnący na rynku polskim udział kanałów tematycznych kosztem kanałów uniwersalnych wpisuje się w trend obserwowany na całym świecie. Obecnie w naszym kraju nadawanych jest blisko 200 kanałów tematycznych w języku polskim, które przyciągają ok. 25 proc. całej widowni, a ponownie pod tym względem dominują kanały tematyczne należące do Polsatu, TVN i TVP.

Wzrost widzów, choć nieznaczny, zauważyć można także w samym segmencie kanałów muzycznych, gdzie w trzecim kwartale bieżącego roku średnia oglądalność minutowa mierzona wskaźnikiem AMR (Average Minute Rating) wyniosła blisko 150 tys. Wśród kanałów muzycznych zdecydowanie największą oglądalnością pochwalić się mogą stacje Polo TV oraz ESKA TV, które to jednak taki stan rzeczy zawdzięczają przede wszystkim swojej dostępności w ogólnopolskiej naziemnej telewizji cyfrowej. Kanał 4fun.tv aktualnie plasuje się na trzeciej pozycji wśród stacji muzycznych. Jego oglądalność na koniec trzeciego kwartału wyniosła 17.689 AMR wobec 20.754 osiągniętych rok wcześniej. Średnie oglądalności dwóch pozostałych kanałów 4fun Media - TV.DISCO oraz mjuzik.tv - w październiku bieżącego roku, zgodnie z szacunkami Nielsen Audience



Measurement, wyniosły natomiast odpowiednio ok 2,7 i 2,2 tys. AMR. Łączna przeciętna oglądalność minutowa (AMR) kanałów własnych 4fun Media spada z kwartału na kwartał od szczytu odnotowanego na początku 2013 roku, a zdaniem Emitenta powodem tego stanu rzeczy jest wyższa konkurencja na rynku, będąca konsekwencją uruchomienia kilku nowych kanałów przez pozostałych nadawców oraz zwiększenie zasięgu technicznego kluczowych konkurentów.

Średnia oglądalność minutowa (AMR); grupa 4+



Źródło: Emitent.

Według danych domu mediowego Starlink cały rynek reklamowy w Polsce miał w 2013 roku wartość blisko 7 mld zł - o ok. 4,5 proc. mniejszą niż w roku poprzednim. Wydatki na samą reklamę telewizyjną wyniosły przy tym 3,5 mld zł, co stanowiło spadek rok do roku o ok. 3,6 proc., a główną przyczyną tego spadku była znaczna redukcja budżetów reklamowych firm z branż telekomunikacyjnej, FMCG oraz komputerowej. W trzech ostatnich miesiącach 2013 roku, w którym to telewizja zyskała 0,3 proc. przychodów, negatywny trend obserwowany w obszarze reklamy telewizyjnej od dziesięciu kwartałów uległ jednak odwróceniu. Po trzech kwartałach 2014 roku rynek reklamy telewizyjnej zanotował wzrost o 6,3 proc., a uwzględniając wszystkie formy reklamy, jego wartość wyniosła 2,67 mld zł. W samym okresie od lipca do września przyrost był natomiast jeszcze większy i wyniósł 9,5 proc. przychodów. Według domu mediowego Starlink na ożywienie w reklamie telewizyjnej wpłynęły głównie zwiększone wydatki branży farmaceutycznej i sektora handlowego.



Analizując rynek telewizyjny i reklamowy w Polsce warto też zwrócić uwagę na jego sezonowość - co do zasady liczba widzów w drugim i czwartym kwartale roku jest większa niż w kwartałach pierwszym i trzecim, kiedy to telewizja konkuruje z wieloma innymi sposobami spędzania wolnego czasu. Zazwyczaj ceny reklam są najwyższe w październiku i listopadzie, czyli przed okresem świątecznym. Latem, gdy liczba widzów się zmniejsza, reklamodawcy obniżają natomiast znacznie wydatki na reklamę, a w konsekwencji przychody z emisji reklam są zwykle na najniższych poziomach w trzecim kwartale roku.

5. Analiza wyników finansowych

Wybrane dane finansowe (tys. zł)	2013 r.	2012 r.	1-3Q 2014 r.	1-3Q 2013 r.
Przychody netto ze sprzedaży	31 573	32 124	17 583	23 224
Zysk brutto ze sprzedaży	9 975	12 780	4 030	7 908
Zysk z działalności operacyjnej (EBIT)	8 554	9 774	2 458	5 340
EBITDA	11 940	12 059	5 189	7 784
Zysk brutto	8 771	10 337	2 726	5 476
Zysk netto (przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej)	7 077	8 349	2 166	4 418
Aktywa razem	40 738	40 777	43 466	40 738
Kapitał własny	33 690	36 648	35 856	33 690
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	15 697	8 830	5 447	8 324
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-5 476	-1 470	- 5 435	1 968
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-10 048	-9 262	-31	-10 035

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

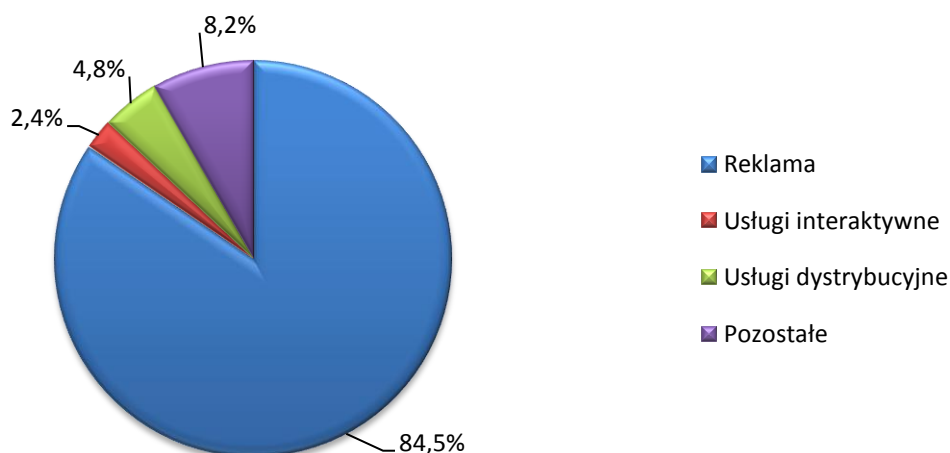
Po trzech kwartałach 2014 roku skonsolidowane przychody 4fun Media wyniosły 17,6 mln zł i były niższe w stosunku do analogicznego okresu rok wcześniej o 5,6 mln zł (24 proc.). Główną przyczyną tego spadku była gorsza oglądalność kanałów telewizyjnych nadawanych przez Spółkę, a w konsekwencji obniżenie przychodów pochodzących z reklam, które to były mniejsze o 21 proc. Niższą sprzedaż odnotowano jednak także w innych, mniej istotnych obszarach działalności, w tym przede wszystkim



ze sprzedaży usług produkcyjnych i organizacji eventów plenerowych oraz związanych z tym kampanii internetowych zrealizowanych w okresie wakacyjnym. Dodatkowo Spółka poinformowała, iż w trzecim kwartale bieżącego roku rozpoznano rezerwę związaną z możliwym zmniejszeniem przychodów wynikającym z ostatecznego rozliczenia umowy z brokerem reklamowym świadczącym usługi na rzecz 4fun Media w 2013 i 2014 roku. Ostateczna wielkość korekty ma zostać ustalona i rozliczona na koniec roku obrotowego, a jej maksymalna wartość nie powinna przekroczyć dwukrotności kwoty określonej z tego tytułu w trzecim kwartale, tj. 1,17 mln zł.

Model biznesowy Grupy Kapitałowej 4fun Media zakłada nadawanie kanałów telewizyjnych w systemie free-to-air, które dostępne są nieodpłatnie, co wiąże się z brakiem uzyskiwania przychodów z tytułu abonamentu telewizyjnego. W konsekwencji zdecydowanie największy udział w strukturze sprzedaży Grupy Emitenta mają przychody pochodzące z reklam, które w pierwszych trzech kwartałach stanowiły 84,5 proc. (82,8 proc. w całym 2013 roku). Udział usług dystrybucyjnych w poprzednich okresach oscylował w okolicach poziomu 5 proc., usługi interaktywne odpowiadają za ponad 2,4 proc. przychodów, natomiast pozostałe usługi to ponad 8 proc. sprzedaży 4fun Media.

Struktura sprzedaży 4fun Media po trzech kwartałach 2014 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.



Spadek przychodów ze sprzedaży negatywnie odbił się na zyskach Grupy Kapitałowej Emitenta. W porównaniu do pierwszych dziewięciu miesięcy poprzedniego roku po trzech kwartałach wynik EBIT obniżył się o 54 proc. do kwoty 2,5 mln zł, EBITDA był mniejszy o ponad 33 proc. i wyniósł 5,2 mln zł, natomiast zysk netto na poziomie 2,2 mln zł okazał się niższy o 51 proc. Należy przy tym zauważyć, że wyniki Spółki mogłyby być jeszcze nieco gorsze, gdyby nie jednorazowy zysk w wysokości ok. 0,5 mln zł odnotowany w bieżącym okresie w związku ze sprzedażą części kontentu telewizyjnego na rzecz Nova Group (Cyprus) Ltd.

Patrząc w szerszej perspektywie, zauważyć można, iż negatywna tendencja związana ze spadkiem przychodów i zysków Grupy Kapitałowej 4fun Media ma miejsce od 2013 roku. Co prawda wówczas w ujęciu rocznym przychody ze sprzedaży obniżyły się bardzo nieznacznie, bowiem o mniej niż 2 proc., to jednak w porównaniu do dynamiki z 2012 roku, kiedy to sprzedaż wzrosła o 32 proc., różnica była istotna. W przypadku natomiast wartości wyniku EBIT i zysku netto spadek w 2013 roku w stosunku do roku 2012 wyniósł kilkanaście procent.

Wybrane elementy bilansu GK 4fun Media (tys. zł)	30.09.2014 r.	31.12.2013 r.
Aktywa trwałe	24 419	24 443
Rzeczowe aktywa trwałe	642	975
Wartość firmy	8 282	8 282
Inne wartości niematerialne	12 619	12 907
Nakłady na wartości niematerialne	1 989	1 899
Aktywa obrotowe	19 047	16 294
Należności handlowe	6 327	7 613
Pozostałe należności	8 103	4 355
Pożyczki udzielone	2 530	2 199
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1 603	1 621
Kapitał własny	35 856	33 690
Kapitał podstawowy	4 064	4 064
Akcje własne	-866	-866
Pozostałe kapitały	32 618	26 081
Zobowiązania długoterminowe	1 439	1 355
Zobowiązania z tyt. odroczonego podatku dochodowego	1 439	1 355
Zobowiązania krótkoterminowe	6 171	5 693
Zobowiązania handlowe	4 129	4 645
Suma bilansowa	43 466	40 738

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.



Choć w poprzednim roku oraz w pierwszych trzech kwartałach roku bieżącego wyniki odnotowane przez Grupę 4fun Media okazały się słabsze niż w poprzednich okresach, to jednak jej sytuacja finansowa wygląda dobrze. Przede wszystkim należy bowiem zauważyć, że pomimo ujemnej dynamiki wzrostu, wyniki finansowe Emitenta nadal pozostają wyraźnie dodatnie. Ponadto Grupa Kapitałowa uzyskuje wysokie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, które pokrywają wydatki ponoszone na działalności inwestycyjnej i finansowej.

Na koniec trzeciego kwartału 2014 roku aktywa trwałe wynosiły 24,4 mln zł i stanowiły 56 proc. sumy bilansowej Grupy Kapitałowej. Wśród nich istotnymi pozycjami była wartość firmy w kwocie 8,3 mln zł, wynikająca z dokonanego kilka lat temu zakupu udziałów w spółce Program sp. z o.o., a także inne wartości niematerialne i prawne w kwocie 12,6 mln zł, w tym przede wszystkim autorskie prawa majątkowe o wartości 11,2 mln zł (m.in. programy telewizyjne, wideogramy, filmy animowane, aplikacje mobilne). Rzeczowe aktywa trwałe - grunty, budynki i budowle, urządzenia oraz wyposażenie i inne aktywa trwałe - stanowiły jedynie 0,6 mln zł. Wynika to z tego, że choć Grupa 4fun Media ma własne studio nagraniowe, to jednak, tak jak w przypadku pozostałych firm z tej samej branży, większość usług montażowych itp. zlecanych jest podmiotom zewnętrznym.

W przypadku aktywów obrotowych, które stanowią ok. 44 proc sumy wszystkich aktywów, dominują należności handlowe oraz pozostałe należności (na koniec trzeciego kwartału wartość odpowiednio 6,3 i 8,1 mln zł). Zdecydowana większość należności handlowych 4fun Media pochodzi od jednego podmiotu - brokera reklamowego, jakim jest dla Emitenta Grupa TVN - co świadczy o stosunkowo wysokim uzależnieniu od tego podmiotu. Pozycja i renoma wspomnianego wyżej kontrahenta stanowi jednak o niewątpliwie wysokiej jakości należności handlowych Emitenta i choć umowy brokerskie podpisywane są na kilka lat, podlegają one corocznym negocjacom i aneksowaniu. Wysoka wartość pozostałych należności jest natomiast efektem transakcji zawartych z podmiotami powiązanymi - sprzedaży w drugim kwartale bieżącego roku wartości niematerialnych do Nova Group (Cyprus) Ltd. w postaci kontentu wykorzystywanego w nośnikach digital signage (kwota należności równa 4,06 mln zł), a także nabycia w 2013 roku wierzytelności Screen Network, wynikającej



z zawartych przez Screen Network umów kredytowych (kwota należności równa 4 mln zł). Ponadto Grupa 4fun Media posiada jeszcze inną należność od podmiotu Nova Group (Cyprus) Ltd w kwocie 2,2 mln zł, tj. z tytułu udzielonej pożyczki (oprocentowanie 8 proc. w skali roku), której termin spłaty przypada na 31 grudnia 2014 roku.

Głównym źródłem finansowania działalności Grupy Kapitałowej Emitenta jest kapitał własny (35,8 mln zł), stanowiący na koniec trzeciego kwartału aż 82 proc. sumy pasywów 4fun Media. Na kapitał własny składają się natomiast przede wszystkim kapitał podstawowy, którego wartość wynosi 4,06 mln zł, akcje własne (-0,87 mln zł) oraz pozostałe kapitały w kwocie równej 32,6 mln zł na dzień 30 września 2014 roku.

Zwrócić należy uwagę, iż na koniec września 2014 roku Emitent nie posiadał żadnych kredytów bankowych. W kapitale obcym niewielki udział mają zobowiązania długoterminowe, które utworzone są jedynie z zobowiązań z tytułu odroczonego podatku dochodowego o wartości bliskiej 1,5 mln zł. Wśród zobowiązań krótkoterminowych dominują natomiast zobowiązania handlowe, a ich wartość na koniec trzeciego kwartału bieżącego roku wyniosła 4,1 mln zł.

W związku z planami emisji obligacji stan zobowiązań 4fun Media w najbliższym czasie może nieco wrosnąć - zgodnie z założeniami Spółka ma wkrótce wyemitować nie mniej niż 3 tysiące i nie więcej niż 6 tysięcy trzyletnich zabezpieczonych obligacji serii A o jednostkowej wartości nominalnej tysiąca złotych (przy emisji 6 tysięcy obligacji łączna wartość nominalna obligacji byłaby równa 6 mln zł). Biorąc pod uwagę jednak zakładaną wielkość przyszłej emisji papierów dłużnych, nie będzie to wzrost bardzo istotny - przy obecnej strukturze pasywów wzrost zobowiązań o kwotę 6 mln zł obniżyłby udział kapitału własnego do poziomu 72 proc. (obecnie 82 proc.), a zobowiązania ogółem stanowiłyby ok. 28 proc. wartości wszystkich pasywów (obecnie 18 proc.). W razie powodzenia planowanej emisji obligacji Grupę Kapitałową nadal charakteryzować będzie zatem niskie zadłużenie. Zakładając że sytuacja majątkowo-finansowa Emitenta nie ulegnie w najbliższych latach znacznemu pogorszeniu, w tym przepływy z działalności operacyjnej pozostaną na wysokim dodatnim poziomie i nie wzrosną znacząco inne zobowiązania odsetkowe Grupy



Kapitałowej, 4fun Media nie powinna mieć problemów z regulowaniem płatności z tytułu kuponów obligacyjnych i późniejszą spłatą wyemitowanych papierów dłużnych.

6. Ocena perspektyw finansowych i plany rozwoju Spółki

Grupa Kapitałowa 4fun Media nie publikowała prognoz finansowych na 2014 rok. W celu dokonania samodzielnych szacunków przyszłych wyników finansowych Emitenta przede wszystkim warto zwracać uwagę na informacje dotyczące poziomu oglądalności jego kanałów własnych (4fun.tv, TV.DISCO oraz mjuzik.tv) w poszczególnych miesiącach oraz na ogólną sytuację na rynku reklamy telewizyjnej w Polsce, choć trzeba brać pod uwagę, że poza samym poziomem oglądalności ważnym elementem z punktu widzenia reklamodawcy jest także skuteczność dotarcia do konkretnej pożądanej grupy docelowej odbiorców, zatem nie zawsze ogólny wzrost (spadek) liczby widzów przekłada się na proporcjonalnie takie samo zwiększenie (zmniejszenie) wartości przychodów z emisji reklam. Zarówno poziom oglądalności, jak również wysokość i struktura wydatków na reklamę telewizyjną są przedmiotem szczegółowej i ciągłej analizy niezależnych jednostek badawczych, a dane dotyczące powyższych obszarów często przekazywane są do publicznej wiadomości.

Biorąc pod uwagę takie szacunki z ostatnich miesięcy zauważyć można systematyczne obniżanie się oglądalności najpopularniejszego (i najistotniejszego z punktu widzenia osiągniętych wyników) kanału Spółki - 4fun.tv - a taka tendencja w najbliższym czasie może w pewnym stopniu uwidocznić się w dalszym spadku przychodów ze sprzedaży i rentowności 4fun Media. Z drugiej strony, zdaniem Emitenta, rozdrobnienie i nasycenie segmentu muzyczno-rozrywkowych stacji telewizyjnych jest już duże, a w konsekwencji wysokie są też bariery wejścia w ten obszar działalności dla nowych konkurentów. Ponadto rosnące znaczenie kanałów tematycznych w Polsce może przełożyć się na większą oglądalność i wyższe przychody z reklam muzyczno-rozrywkowych kanałów 4fun Media w przyszłości. Warto także zauważyć, iż zasięg techniczny kanałów telewizyjnych mjuzik.tv oraz TV.DISCO jest wciąż stosunkowo niski, aktualnie nie przekraczając poziomu 40 proc. populacji kraju, co może świadczyć o dużym potencjale wzrostu liczby widzów tych stacji w kolejnych okresach. Rozpatrując perspektywy rynku



reklamy telewizyjnej w Polsce, warto natomiast zwrócić uwagę, iż Emitent dostrzega ryzyko spadku wydatków reklamodawców w skali całego rynku, jednak gdyby te zmiany miały nastąpić, w mniejszym stopniu dotyczyłyby kanałów tematycznych, czyli segmentu, w którym działalność prowadzi 4fun Media. Reklamy w telewizjach tematycznych cieszą się bowiem stale rosnącą popularnością ze względu na możliwość dotarcia reklamodawcy z przekazem do precyzyjnie określonej grupy docelowej.

Wśród przewag konkurencyjnych 4fun Media Zarząd Emitenta wymienia między innymi: odpowiednią dywersyfikację profilu posiadanych stacji muzycznych (pop, dance, disco polo, hity), a także własne rozwiązania technologiczne (system emisyjny, selektor muzyczny, baza muzyczna, aplikacje mobilne, IT), co pozwala utrzymywać efektywność kosztową działalności i unikać ponoszenia drogiej opłat licencyjnych. Spółka ma także możliwość rozwoju w nowych segmentach rynku mediów cyfrowych w oparciu o posiadane marki dzięki aktywnemu udziałowi w procesie cyfryzacji i konwergencji mediów, a ponadto poprzez tzw. multiscreening 4fun Media skutecznie dociera do pożądanego grupy docelowej, którą w większości stanowi widownia w młodym wieku. Co więcej, warto wspomnieć o obserwowanym spadku kosztów nadawania sygnału telewizyjnego wszystkich stacji należących do 4fun Media.

Dla rynkowej pozycji Spółki w najbliższych latach istotne znaczenie może mieć planowana emisja obligacji serii A, która ma zasilić 4fun Media kwotą maksymalnie 6 mln zł. Zgodnie z założeniami pozyskane w ten sposób środki zostaną przeznaczone na cele korporacyjne, w tym w szczególności na: działania marketingowe związane z umocnieniem pozycji Emitenta na rynku telewizyjnym i mediów cyfrowych, ewentualne przejęcie podmiotów dywersyfikujących obecne źródła przychodów, a także zasilenie kapitału obrotowego. Działania marketingowe Spółki mają zostać podjęte w związku z istotnym zwiększeniem się w ostatnich latach liczby kanałów muzycznych w naszym kraju, a w konsekwencji wzrostem konkurencji w segmencie, w którym działalność prowadzi 4fun Media. Główny nacisk ma być przy tym położony na uatrakcyjnieniu oferty programowej i rozwoju cyfrowych nośników. Ponadto Emitent intensywnie monitoruje rynek w poszukiwaniu potencjalnych celów akwizycyjnych, jednak biorąc pod uwagę fakt, iż maksymalna kwota z emisji obligacji, jaką może pozyskać 4fun Media, wynosi „tylko” 6 mln zł, raczej nie należy się spodziewać



spektakularnej transakcji przejęcia na wielką skalę (np. zakupu innej stacji telewizyjnej). Pierwszy obszar, jaki interesuje 4fun Media, to serwisy internetowe rozpoznawalne przez widzów (szczególnie młodych), stanowiące uzupełnienie zakresu usług świadczonych przez Spółkę, jednak nie tylko o profilu ściśle muzycznym (np. gry komputerowe, treści video). Drugi obszar zainteresowań to natomiast reklama i promocja cyfrowa oraz nośniki wykorzystujące контент video. Zarząd Emitenta zaznaczył przy tym, że środki pozyskane z emisji obligacji nie zostaną przeznaczone na zakup akcji podmiotu powiązanego Screen Network. Trzeci z wymienionych celów emisyjnych - zasilenie kapitału obrotowego - wydaje się natomiast najmniej istotnym z nich, a prawdopodobnie na ten cel przeznaczone zostaną pozostałe środki, które nie zostaną wykorzystane na działania marketingowe i akwizycyjne.

7. Analiza wskaźnikowa

Do analizy sytuacji majątkowej i finansowej Grupy Kapitałowej 4fun Media wykorzystane zostały wskaźniki: rentowności sprzedaży (ROS), rentowności EBIT, płynności bieżącej oraz ogólnego zadłużenia. Wartości wyżej wymienionych wskaźników obliczone zostały dla trzech okresów dziewięciomiesięcznych zakończonych 30 września 2014, 2013 i 2012 roku na podstawie danych zaczerpniętych z raportów śródrocznych Emitenta.

Wybrane wskaźniki finansowe GK 4fun Media	1-3Q 2014	1-3Q 2013	1-3Q 2012
Rentowność sprzedaży (ROS)	12,32%	19,02%	24,71%
Rentowność EBIT	13,98%	22,99%	28,56%
Wskaźnik płynności bieżącej	3,09	2,94	3,73
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	17,51%	14,39%	12,86%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

W pierwszych trzech kwartałach bieżącego roku rentowność sprzedaży 4fun Media była równa 12,32 proc., natomiast rentowność EBIT wyniosła 13,98 proc. W porównaniu do analogicznych okresów lat poprzednich widać stosunkowo duży spadek wartości



powyższych wskaźników, a przyczyną tego był przede wszystkim znacząco niższy zysk brutto na sprzedaży osiągnięty narastająco przez Emitenta od początku stycznia do końca września 2014 roku (istotny spadek przychodów ze sprzedaży przy niewielkiej zmianie kosztów własnych sprzedaży). Wskaźnik płynności bieżącej Grupy 4fun Media po trzecim kwartale bieżącego roku był na podobnym poziomie jak w poprzednich okresach i wyniósł nieco powyżej 3, co można uznać za wielkość dość dużą (w literaturze finansowej często za optymalną uważa się wartość z przedziału od 1,3 do 2). Należy przy tym zauważyć, iż specyfika działalności firmy powoduje brak występowania zapasów w bilansie Emitenta, zatem niewiele niższą wartość (po odjęciu w liczniku formuły krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych) miałby także wyznaczony wskaźnik płynności szybkiej. Wskaźnik ogólnego zadłużenia na poziomie 17,5 proc. świadczy o niskim udziale kapitału obcego w pasywach 4fun Media. Wynika to przede wszystkim z faktu, iż Emitent jest nisko zadłużony, nie korzystając praktycznie wcale z długoterminowego finansowania dłużnego, w tym z bankowych kredytów i pożyczek. W najbliższym czasie wskaźnik ogólnego zadłużenia prawdopodobnie nieco wzrośnie w związku z planowaną emisją obligacji o maksymalnej wartości nominalnej 6 mln zł, jednak nawet po przeprowadzeniu emisji nie powinien przekroczyć poziomu 30 proc. Analizując stan zadłużenia 4fun Media w odniesieniu do całkowitej sumy bilansowej Grupy Kapitałowej trzeba mieć także na uwadze fakt, iż znaczną część majątku Spółki stanowią wartości niematerialne i prawne (łącznie ok. 62 proc.), z czego sama wartość firmy powstała przy nabyciu udziałów Program sp. z o.o. ma wartość ponad 8 mln zł i stanowi 19 proc. całkowitej sumy aktywów.

Przechodząc do analizy wskaźników rynkowych, uznaliśmy, że spośród wszystkich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie do modelu biznesowego 4fun Media najbardziej zbliżony przedmiot działalności ma grupa kapitałowa Kino Polska TV. Z tego powodu właśnie ta firma wybrana została jako benchmark do analizy porównawczej Emitenta. Niestety, ze względu na jednorazową transakcję sprzedaży akcji jednostki zależnej, dokonaną w marcu bieżącego roku przez Kino Polska TV, z tytułu której grupa kapitałowa Kino Polska TV odnotowała dodatkowy zysk na poziomie 36,5 mln zł, analiza ta jest nieco utrudniona - szczególnie biorąc pod uwagę ograniczoną



możliwość bezpośredniego użycia wskaźników, których wartości uzależnione są od poziomu osiągniętego wyniku operacyjnego lub netto (np. ROE, ROA, ROS, rentowność EBIT czy P/E).

Biorąc pod uwagę powyższe okoliczności do analizy porównawczej 4fun Media i Kino Polska TV wybrano wskaźniki: rentowności EBIT, płynności bieżącej, ogólnego zadłużenia, ceny do wartości księgowej (P/BV) oraz ceny do zysku operacyjnego (P/EBIT) i ceny do wyniku EBITDA (P/EBITDA), przy czym w przypadku Grupy Kino Polska TV do obliczenia miar rentowności EBIT, a także ceny do zysku operacyjnego (P/EBIT) i ceny do wyniku EBITDA (P/EBITDA) wykorzystano wyniki EBIT i EBITDA skorygowane (pomniejszone) o jednorazowy zysk w kwocie 36,5 mln zł osiągnięty z tytułu zbycia jednostki zależnej. Wszystkie wspomniane wyżej wskaźniki wyznaczone zostały dla okresów dwunastomiesięcznych zakończonych 30 września 2014 roku na podstawie śródrocznych raportów okresowych 4fun Media oraz Kino Polska TV. Wartości kapitalizacji dla obu firm ustalono na podstawie aktualnej liczby akcji oraz ceny zamknięcia notowań giełdowych z dnia 14 listopada 2014 roku.

Wybrane wskaźniki (po 3Q 2014 r.)	GK 4fun Media	GK Kino Polska TV
Rentowność EBIT*	21,87%	18,41%
Wskaźnik płynności bieżącej	3,09	2,09
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	17,51%	19,31%
Kapitalizacja (14.11.2014 r.)	22 349 250	243 803 269
P/BV	0,62	2,21
P/EBIT*	3,94	13,10
P/EBITDA*	2,39	6,87

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych GK 4fun Media oraz GK Kino Polska TV.

*Wskaźniki rentowności EBIT, P/EBIT i P/EBITDA dla grupy kapitałowej Kino Polska TV obliczono na podstawie wyników EBIT i EBITDA wypracowanych w okresie dwunastomiesięcznym zakończonym 30 września 2014 roku, skorygowanych (pomniejszonych) o wpływ jednorazowej transakcji zbycia jednostki zależnej Stopklatka w kwocie 36.500.681,02 zł.

Kapitalizacja 4fun Media wynosi 22,3 mln zł, co przy wartości aktywów netto z końca września bieżącego roku na poziomie 35,9 mln zł implikuje relację ceny do wartości



księgowej Emitenta równą 0,62. Można zatem powiedzieć, że za każdą złotówkę kapitału własnego Spółki płaci się na giełdzie obecnie 0,62 zł. Z kolei firma Kino Polska TV wyceniana jest przez rynek na 243,8 mln zł, a wskaźnik P/BV przy jej aktywach netto na poziomie 110,3 mln zł wynosi 2,21. Grupa Kapitałowa 4fun Media charakteryzuje się także niższą wartością wskaźnika ceny do zysku operacyjnego (3,94) i ceny do wyniku EBITDA (2,39) w porównaniu do grupy Kino Polska TV (odpowiednio 13,10 i 6,87 po korekcie wyników EBIT i EBITDA). Na marginesie warto natomiast dodać, że relacja ceny do zysku netto w przypadku 4fun Media wynosi 4,63.

Wskaźniki ogólnego zadłużenia obu analizowanych firm na dzień 30 września 2014 roku znajdowały się na podobnym poziomie i wyniosły mniej niż 20 proc., co świadczy o dosyć małym udziale kapitału obcego w pasywach i jest konsekwencją niewielkiego (Kino Polska TV) lub zupełnego braku (4fun Media) zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek.

Rentowność EBIT Emitenta w ostatnich dwunastu miesiącach wyniosła 21,87 proc., podczas gdy ten sam wskaźnik dla grupy kapitałowej Kino Polska TV, po dokonaniu korekty zysku operacyjnego, przyjął wartość 18,41 proc. (54,53 proc. przed korektą). Grupa Kapitałowa 4fun Media na koniec trzeciego kwartału bieżącego roku charakteryzowała się także wyższą płynnością bieżącą (3,09) w porównaniu do grupy Kino Polska TV (2,09).

8. Analiza techniczna

Akcje Grupy 4fun Media notowane są Rynku Głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i wchodzi w skład indeksów WIG250, WIG-Poland, WIG-MEDIA oraz WIG. Średnia wartość obrotu z poprzednich 100 i 20 sesji to odpowiednio ok. 60 i 35 tys. zł. W trakcie jednej sesji rzadko zawieranych jest więcej niż kilkadziesiąt transakcji.

Od kilku miesięcy kurs walorów Emitenta znajduje się w silnym trendzie spadkowym. Obecnie inwestorzy płacą za jedną akcję ok. 5,5-6 zł, podczas gdy jeszcze w marcu bieżącego roku cena oscylowała wokół poziomu 19 zł (spadek o ponad 70 proc.). Istotne



poziomy wsparcia i oporu to odpowiednio dolna i górna krawędź kanału spadkowego zaznaczonego na poniższym wykresie kolorem czerwonym.



Źródło: opracowanie własne w serwisie internetowym www.stooq.com.

9. Podsumowanie raportu i wnioski

Grupa Kapitałowa 4fun Media prowadzi działalność na rynku telewizyjnym w Polsce, w tym przede wszystkim w segmencie kanałów muzyczno-rozrywkowych. Stosunkowo duża liczba stacji telewizyjnych o podobnym profilu sprawia, że jest to rynek wymagający. Co więcej, zakończony niedawno proces cyfryzacji telewizji w naszym kraju, w konsekwencji czego większość widzów ma bezpłatny dostęp do ponad 20 kanałów telewizyjnych o różnej tematyce, stanowi istotne zagrożenie dla popularności stacji telewizyjnych takich jak kanały własne 4fun Media - nie znajdujących się na żadnym z ogólnopolskich multipleksów, a dostępnych głównie na platformach satelitarnych czy w sieciach kablowych.

Rosnąca liczba stacji muzyczno-rozrywkowych, a w efekcie większa konkurencja w segmencie, w którym działa Emitent, negatywnie wpłynęła na osiągnięte przez niego



w ostatnich okresach wyniki finansowe. Po trzech kwartałach bieżącego roku skonsolidowane przychody wyniosły 17,6 mln zł i były gorsze w stosunku do analogicznego okresu rok wcześniej o 24 proc., natomiast zysk netto na poziomie 2,2 mln zł okazał się niższy rok do roku o 51 proc.

Z drugiej strony, wbrew wielu wcześniejszym takim przewidywaniom, w ostatnim czasie nie jest zauważalny spadek użytkowników korzystających z telewizji kablowej i satelitarnej. Można zatem domniemywać, że pomimo zakończonego procesu cyfryzacji telewizji, w dalszym ciągu znacząca część gospodarstw domowych korzystać będzie z oferty płatnej telewizji, gdzie dostępne są kanały własne 4fun Media. Na marginesie warto przy tym wspomnieć, iż użytkownikami telewizji kablowej i satelitarnej są głównie widzowie zamożniejsi i relatywnie młodzi, stanowiący często idealną grupę docelową dla usług świadczonych przez Grupę Kapitałową 4fun Media. Co więcej, polski rynek telewizyjny coraz bardziej upodabnia się do rynków Europy Zachodniej i Stanów Zjednoczonych pod względem rosnącego znaczenia kanałów tematycznych kosztem kanałów uniwersalnych, co może zwiastować dalszy wzrost popularności segmentu muzyczno-rozrywkowego w przyszłości.

Zdaniem Emitenta nasycenie segmentu muzyczno-rozrywkowych stacji telewizyjnych jest już duże, a w konsekwencji wysokie są też bariery wejścia w ten obszar działalności dla nowych konkurentów. Działalność 4fun Media w kolejnych okresach skupiać się będzie zatem przede wszystkim na umocnieniu bieżącej pozycji Spółki na rynku telewizyjnym i mediów cyfrowych w stosunku do firm już działających w tej samej branży. By temu zadaniu sprostać, Emitent zamierza uatrakcyjnić ofertę programową i w dalszym ciągu rozwijać cyfrowe nośniki, a także rozważy zakup serwisów internetowych, które mogłyby uzupełnić zakres świadczonych przez niego usług. Powyższe plany mają zostać sfinansowane poprzez emisję obligacji o łącznej wartości nominalnej nie przekraczającej 6 mln zł.

Pomimo nieco słabszych wyników osiągniętych w poprzednim roku oraz w pierwszych trzech kwartałach roku bieżącego, sytuacja finansowa i majątkowa Grupy Kapitałowej 4fun Media obecnie jest dobra. Warto zwrócić uwagę, że obecnie Emitent wcale nie korzysta z kredytów bankowych i pożyczek, a w konsekwencji jego wskaźnik ogólnego



zadłużenia jest niski i nawet po przeprowadzeniu emisji obligacji nie powinien przekroczyć poziomu 30 proc. Spółka osiąga przy tym wysokie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, które pokrywają wydatki ponoszone na działalności inwestycyjnej i finansowej oraz cechuje się wysokimi wartościami wskaźników płynności. Biorąc pod uwagę relatywnie niewielką skalę emisji obligacji, przy założeniu braku znacznego pogorszenia sytuacji ekonomicznej 4fun Media w najbliższych latach, Grupa Kapitałowa 4fun Media nie powinna mieć zatem problemów z bieżącą obsługą płatności kuponowych i późniejszą spłatą własnych papierów dłużnych.

Paweł Juszcak

Analitik giełdowy SII

pjuszcak@sii.org.pl

Autorzy niniejszej Analizy nie są powiązani w żaden sposób z Emitentem. Inwestor powinien mieć na uwadze, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy SII świadczyło usługi z zakresu relacji inwestorskich Grupie Kapitałowej 4fun Media S.A. Stowarzyszenie nie wyklucza także w przyszłości złożenia oferty świadczenia podobnych usług Spółce lub innym podmiotom wymienionym w niniejszym raporcie.

Treść powyższej Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.