

## 4fun Media

Media | Polska

Cena docelowa: PLN 18.2

## Aktualizacja raportu analitycznego

- Obniżamy 12M TP dla spółki 4fun Media do poziomu PLN 18.2/akcję z PLN 21.8/akcję.
- Prognozujemy EBITDA na poziomie PLN 11.3m i PLN 13.1m w 2019/20p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na P/E 8.9x oraz EV/EBITDA 4.8x w 2019p.

29 kwietnia 2019 r., godz. 08:30

## W drodze ku dalszej dywersyfikacji

W 4Q18 4fun Media wygenerowała przychody PLN 21.6m (+30% r/r, 16% powyżej naszych oczekiwań), głównie za sprawą wzrostu przychodów z działalności DOOH o 36% r/r oraz uruchomieniu nowego segmentu (e-commerce). Pomimo istotnego wzrostu przychodów spółka wygenerowała EBITDA PLN 2.9m, spadek o 29% r/r (20% poniżej naszej prognozy), ze względu na istotny spadek marży EBITDA w działalności DOOH (24% vs 40% w 4Q17) oraz PLN -1.3m EBITDA w uruchomionej w 3Q18 działalności e-commerce. Spodziewamy się, iż przychody z reklamy DOOH wzrosną w 2019p do PLN 32.4m (+19% r/r), a EBITDA segmentu osiągnie PLN 9.1m (+9% r/r), głównie za sprawą nowego kontraktu, wzrostowi cen reklam oraz wzrostowi popularności DOOH w Polsce. Obniżamy nasze prognozy EBITDA grupy w 2019/20p o odpowiednio 14% i 12% do PLN 11.3m (-7% r/r) i PLN 13.1m (+16% r/r) ze względu na oczekiwaną niższą marżę EBITDA w DOOH. Na naszych prognozach 4fun Media jest obecnie atrakcyjnie wyceniana w 2019p na P/E 8.9x oraz EV/EBITDA 4.8x, 2019p DY 3.4%. Ustalamy 12M cenę docelową na poziomie PLN 18.2/akcję (poprzednio PLN 21.8).

**Wyniki 4Q18 poniżej oczekiwań ze względu na spadek marży w DOOH.** Reklama zewnętrzna odnotowała przychody na poziomie PLN 10.2m (+36% r/r oraz 16% powyżej naszych oczekiwań). Wzrostowi temu towarzyszył jednak bardzo intensywny wzrost kosztów w segmencie (+62% r/r, wyższe koszty revshare, ze względu na większe wykorzystanie ekranów zewnętrznych sieci vs własne ekrany), co spowodowało istotny spadek marży na tej działalności do 24% vs 43% w 3Q18 i 33% w 9M18). W efekcie wynik EBITDA segmentu wyniósł PLN 2.4m (-20% r/r). Dodatni wynik EBITDA na poziomie PLN 1.2m (+58% r/r) wygenerowała działalność telewizyjna co udało się pomimo spadku przychodów do PLN 6.5m (-8% r/r), dzięki ograniczeniu kosztów o 15% r/r (według zarządu jest to efekt spadku kosztów uzależnionych od przychodów, nie cięć kosztów stałych). Działalność e-commerce, która została rozpoczęta na przełomie 3/4Q18 w 4Q wygenerowała EBITDA PLN -1.3m. Łącznie grupa w 4Q18 wygenerowała EBITDA na poziomie PLN 2.9m (-29% r/r i 20% poniżej naszych oczekiwań).

**2019p: Wyższe przychody w DOOH, ale przy niższej marży.** Ze względu na wyższe od naszych oczekiwań przychody w DOOH w 4Q18 oraz podpisanie istotnej umowy z Cheil Germany GmbH z o.o. Oddział w Polsce (PLN 3.8m dodatkowych przychodów rocznie od 2019p) podnosimy nasze oczekiwania co do przychodów w segmencie DOOH w 2019p i latach następnych. Obecnie oczekujemy PLN 32.4m przychodów (17% powyżej naszej poprzedniej prognozy) w 2019p. Pomimo wyższych przychodów obniżamy nasze szacunki EBITDA segmentu do PLN 9.1m (-22% vs poprzednie oczekiwania), konserwatywnie zakładając spadek marży EBITDA na tej działalności do 28% (vs 30% w 2018 r.). W 2019/20p prognozujemy EBITDA grupy odpowiednio PLN 11.3m (-7% r/r, spadek związany z powiększeniem straty w e-commerce) i PLN 13.1m (+16% r/r).

**Atrakcyjne wskaźniki wyceny.** Na naszych prognozach spółka jest obecnie wyceniana na P/E 8.9x w 2019p oraz EV/EBITDA 4.8x w 2019p, z ok. 55% dyskontem do zagranicznych spółek z branży, które w naszej opinii jest zbyt wysokie.

Tabela 1.: Prognozy finansowe i wskaźniki wyceny

PLNm	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p
Przychody	38.2	49.2	60.9	74.0	78.5	82.0
EBITDA	5.3	11.5	12.2	11.3	13.1	14.2
Zysk netto	1.3	7.4	7.5	6.1	6.8	7.2
P/E (x)	39.3	7.1	7.3	8.9	8.0	7.6
EV/EBITDA (x)	10.0	4.3	4.3	4.8	3.8	3.4
Stopa dywidendy (%)	0.0%	1.9%	4.5%	3.4%	3.9%	4.4%

Źródło: Spółka, p - prognozy Vestor DM.

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	18.2
Cena bieżąca (PLN)	12.9
Potencjał	+42%
Min (52T)	9.8
Max (52T)	17.5
Kapitalizacja (PLNm)	53
Gotówka netto (2018, PLNm)	3.7
EV (2018, PLNm)	53
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	41

Akcjonariat % głosów	
Epicom Limited	53.5%
AgioFunds	6.6%
Pozostali	39.9%

**Opis spółki**  
4fun Media to podmiot założony w 2003 roku, specjalizujący się w branży rozrywki i reklamy. Początkowo grupa koncentrowała swoją działalność na produkcji telewizji muzycznej, obecnie jej działalność została szeroko zdywersyfikowana i obejmuje cyfrową reklamę zewnętrzną, działalność agencji reklamowej, portale internetowe oraz e-commerce.

4FM vs. WIG: relatywny kurs akcji



Michał Wojciechowski

Analityk Akcji

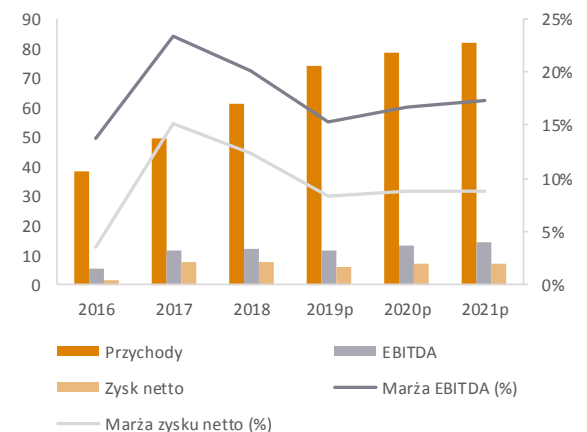
(+48) 22 378 92 16

Michal.Wojciechowski@vestor.pl

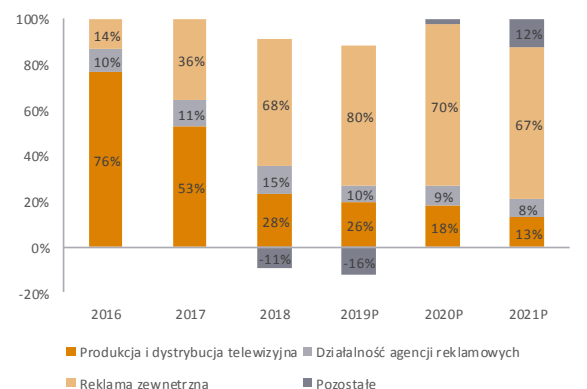
**4fun Media: Prognozy finansowe**

Rachunek zysków i strat (PLN m)							Wskaźniki wyceny						
	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p		2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p
<b>Przychody</b>	<b>38.2</b>	<b>49.2</b>	<b>60.9</b>	<b>74.0</b>	<b>78.5</b>	<b>82.0</b>	P/E (x)	39.3x	7.1x	7.3x	8.9x	8.0x	7.6x
Koszty operacyjne	(36.3)	(40.5)	(51.0)	(65.8)	(68.8)	(71.5)	EV/EBITDA (x)	10.0x	4.3x	4.3x	4.8x	3.8x	3.4x
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	(0.3)	(0.0)	(0.7)	0.0	0.0	0.0	EV/EBIT (x)	34.2x	5.7x	5.7x	6.6x	5.1x	4.6x
<b>EBITDA</b>	<b>5.3</b>	<b>11.5</b>	<b>12.2</b>	<b>11.3</b>	<b>13.1</b>	<b>14.2</b>	EV/Sprzedaz (x)	1.4x	1.0x	0.9x	0.7x	0.6x	0.6x
<b>EBIT</b>	<b>1.5</b>	<b>8.7</b>	<b>9.3</b>	<b>8.2</b>	<b>9.8</b>	<b>10.5</b>	P/BV (x)	1.8x	1.5x	1.3x	1.2x	1.1x	1.0x
Przychody (koszty) finansowe - netto	(0.0)	0.3	(0.8)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	Stopa FCF (%)	-0.8%	6.9%	12.3%	6.9%	12.3%	10.6%
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>1.5</b>	<b>9.0</b>	<b>8.5</b>	<b>8.1</b>	<b>9.6</b>	<b>10.4</b>	Stopa dywidendy (%)	0.0%	1.9%	4.5%	3.4%	3.9%	4.4%
Podatek dochodowy	(0.3)	(1.2)	(0.6)	(1.4)	(1.8)	(2.0)	<b>Na akcję</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019p</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>
Mniejszości	0.2	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(1.0)	(1.3)	Liczba akcji (m)	4.1	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2
<b>Zysk netto</b>	<b>1.3</b>	<b>7.4</b>	<b>7.5</b>	<b>6.1</b>	<b>6.8</b>	<b>7.2</b>	EPS (PLN)	0.3	1.8	1.8	1.4	1.6	1.7
<b>Bilans (PLN m)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019p</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>	BVPS (PLN)	7.2	8.7	9.7	10.9	12.0	13.2
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>27.5</b>	<b>31.9</b>	<b>38.5</b>	<b>39.4</b>	<b>40.2</b>	<b>42.2</b>	DPS (PLN)	0.0	0.2	0.6	0.4	0.5	0.6
Rzeczowe aktywa trwałe	5.6	5.5	7.2	7.9	8.5	10.2	FCF na akcję (PLN)	(0.1)	0.9	1.6	0.9	1.6	1.4
Aktywa niematerialne	20.9	24.9	28.9	29.1	29.4	29.6	<b>Przychody segmentów</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019p</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	Telewizja	25.2	28.4	25.0	23.8	23.1	22.4
Pozostałe aktywa trwałe	1.0	0.9	2.3	2.3	2.3	2.3	Agencja reklamowa	4.1	7.6	10.6	9.6	9.9	10.2
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>14.1</b>	<b>22.5</b>	<b>25.7</b>	<b>31.0</b>	<b>37.2</b>	<b>42.8</b>	Reklama zewnętrzna	10.1	15.5	27.2	32.4	34.4	35.9
Należności handlowe	11.6	14.6	14.0	17.0	18.0	19.2	Pozostałe i wyłączenia	(1.2)	(2.3)	(1.9)	8.2	11.2	13.4
Zapasy	0.0	0.0	0.2	2.0	2.1	2.2	<b>EBITDA segmentów</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019p</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>
Pożyczki udzielone	0.0	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	Telewizja	4.0	6.1	3.5	2.9	2.4	1.9
Środki pieniężne	0.9	4.2	7.4	7.7	12.6	16.8	Agencja reklamowa	0.5	1.3	1.8	1.1	1.1	1.1
Pozostałe aktywa obrotowe	1.6	2.0	4.2	4.4	4.5	4.6	Reklama zewnętrzna	0.7	4.1	8.3	9.1	9.2	9.5
<b>Aktywa razem</b>	<b>41.7</b>	<b>54.4</b>	<b>64.2</b>	<b>70.4</b>	<b>77.4</b>	<b>85.0</b>	Pozostałe	0.0	0.0	(1.4)	(1.8)	0.4	1.7
<b>Kapitał własny</b>	<b>29.7</b>	<b>35.7</b>	<b>41.0</b>	<b>46.4</b>	<b>51.0</b>	<b>55.8</b>	<b>Wyniki finansowe (PLNm)</b>						
Udziały akcjonariuszy mniejszościowych	0.5	0.7	2.0	2.5	3.5	4.8							
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>3.4</b>	<b>4.5</b>	<b>4.8</b>	<b>5.6</b>							
Kredyty i pożyczki	0.0	0.0	2.7	3.7	4.0	4.8							
Pozostałe rezerwy i zobowiązania	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8							
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>10.7</b>	<b>17.2</b>	<b>17.9</b>	<b>17.0</b>	<b>18.1</b>	<b>18.8</b>							
Kredyty i pożyczki	0.1	0.1	1.1	0.7	0.7	0.7							
Zobowiązania handlowe	8.4	8.5	9.5	12.2	12.9	13.5							
Pozostałe rezerwy i zobowiązania	2.2	8.6	7.3	4.2	4.4	4.6							
<b>Zobowiązania razem</b>	<b>11.5</b>	<b>18.0</b>	<b>21.3</b>	<b>21.5</b>	<b>22.9</b>	<b>24.4</b>							
<b>Pasywa razem</b>	<b>41.7</b>	<b>54.4</b>	<b>64.2</b>	<b>70.4</b>	<b>77.4</b>	<b>85.0</b>							
<b>Przepływy pieniężne (PLN m)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019p</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>							
<b>Zysk netto (wraz z zyskiem mniejszości)</b>	<b>1.2</b>	<b>7.8</b>	<b>7.9</b>	<b>6.7</b>	<b>7.8</b>	<b>8.4</b>							
Zmiany w kapitale obrotowym	(3.5)	(2.1)	(1.1)	(2.1)	(0.4)	(0.7)							
Amortyzacja środków trwałych i WNIP	3.7	2.8	2.9	3.1	3.3	3.7							
Inne korekty	0.3	0.8	(1.5)	(2.2)	0.3	0.1							
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>1.7</b>	<b>9.2</b>	<b>8.2</b>	<b>5.5</b>	<b>11.0</b>	<b>11.5</b>							
Capex	(2.7)	(3.7)	(6.3)	(4.0)	(4.1)	(5.7)							
Pozostałe	0.2	(1.2)	2.7	0.0	0.0	0.0							
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>(2.5)</b>	<b>(4.9)</b>	<b>(3.6)</b>	<b>(4.0)</b>	<b>(4.1)</b>	<b>(5.7)</b>							
Kredyty i pożyczki	(0.1)	(0.0)	0.8	0.7	0.3	0.8							
Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli	0.0	(1.0)	(2.4)	(1.9)	(2.1)	(2.4)							
Pozostałe	0.0	(0.0)	0.3	(0.0)	(0.1)	(0.1)							
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>(0.1)</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(1.4)</b>	<b>(1.2)</b>	<b>(2.0)</b>	<b>(1.7)</b>							
<b>Zmiana stanu gotówki</b>	<b>(0.8)</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>0.3</b>	<b>5.0</b>	<b>4.2</b>							
<b>Wskaźniki</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019p</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>							
<b>Dynamiki wzrostu</b>													
Wzrost przychodów (%)	54%	29%	24%	21%	6%	4%							
Wzrost EBITDA (%)	-9%	119%	6%	-7%	16%	8%							
Wzrost zysku netto (%)	-52%	452%	1%	-18%	12%	5%							
<b>Marże</b>													
Marża EBITDA (%)	13.8%	23.3%	20.0%	15.3%	16.6%	17.3%							
Marża EBIT (%)	4.0%	17.7%	15.3%	11.0%	12.4%	12.8%							
Marża zysku netto (%)	3.5%	15.1%	12.3%	8.3%	8.7%	8.8%							
<b>Dźwignia i stopy zwrotu</b>													
Dług/(gotówka) netto (PLN m)	(0.9)	(4.1)	(3.7)	(3.2)	(7.9)	(11.2)							
Dług netto/EBITDA (x)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.8)							
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	1.3	1.3	1.4	1.8	2.1	2.3							
Cykl konwersji gotówki (dni)	31	45	27	24	24	25							
ROA (%)	3.2%	15.5%	12.7%	9.1%	9.2%	8.9%							
ROIC (%)	4.3%	21.2%	19.0%	14.4%	15.3%	14.8%							
ROE (%)	4.6%	22.7%	19.6%	14.0%	14.0%	13.5%							

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM.



Struktura EBITDA (%)



**Główne ryzyka dla naszej rekomendacji**

Główne ryzyka dla naszej rekomendacji to: (1) Cykliczność rynku reklamowego oraz ograniczenie budżetów reklamowych; (2) Przesunięcie budżetów reklamowych z telewizji do internetu; (3) Zmiana preferencji widzów; (4) wejście podmiotów zagranicznych na polski rynek DOOH; (5) Utrata kontraktów na obsługę sieci ekranów DOOH; (6) Utrata kluczowych klientów agencji reklamowej; (7) Trudności z osiągnięciem odpowiedniej skali działalności e-commerce.

**4fun Media: Podsumowanie Wyceny**

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Metoda Wyceny	Waga	Cena (PLN/akcję)
Wycena DCF	75%	16.7
Wycena porównawcza (2018-19p)	25%	15.7
<b>12M cena docelowa</b>		<b>18.2</b>
Cena bieżąca		12.9
<b>Potencjał wzrostu/spadku</b>		<b>42%</b>

**Wycena metodą DCF**

PLN m	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p+	WACC
<b>Przychody</b>	<b>74.0</b>	<b>78.5</b>	<b>82.0</b>	<b>84.9</b>	<b>86.6</b>	Stopa wolna od ryzyka 3.5%
<b>EBIT</b>	<b>8.2</b>	<b>9.8</b>	<b>10.5</b>	<b>10.5</b>	<b>9.0</b>	Beta 1.6
Efektywna stopa podatkowa (%)	17%	19%	19%	19%	19%	Premia za ryzyko 4.5%
Podatek od EBIT	1.4	1.9	2.0	2.0	1.7	<b>Koszt kapitału własnego 10.6%</b>
<b>NOPAT</b>	<b>6.8</b>	<b>7.9</b>	<b>8.5</b>	<b>8.5</b>	<b>7.3</b>	Stopa procentowa 1.7%
Amortyzacja	3.1	3.3	3.7	4.0	4.3	Marża na zadłużeniu 4.0%
Zmiany w kapitale obrotowym	-2.1	-0.4	-0.7	-0.7	-0.7	Koszt długu 5.7%
Capex	-4.0	-4.1	-5.7	-5.7	-5.8	Stopa opodatkowania 19.0%
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>3.8</b>	<b>6.7</b>	<b>5.8</b>	<b>6.1</b>	<b>5.1</b>	<b>Koszt długu po podatku 4.6%</b>
Czynnik dyskontowy (%)	94%	85%	77%	70%	64%	%D 9%
Wartość bieżąca FCF	3.5	5.7	4.5	4.3	3.3	%E 91%
Wartość bieżąca FCF 4Q18-23	21.3					<b>WACC 10.1%</b>
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	2.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	47.9					
Wartość przedsiębiorstwa	69.2					
Kapitały mniejszości (3Q18)	2.0					
Udział w jedn. stowarzyszonych (3Q18)	0.0					
Dług netto (3Q18)	-3.7					
Dywidenda	0.0					
<b>Wartość kapitału własnego (PLN m)</b>	<b>70.9</b>					
Liczba akcji (m)	4.2					
Wartość godziwa (PLN/akcję)	16.7					
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>18.5</b>					

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym		WACC (%)				
		9.1%	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%
1.0%	17.2	16.3	15.4	14.6	13.9	
1.5%	18.1	17.0	16.0	15.2	14.4	
2.0%	19.0	17.8	16.7	15.8	15.0	
2.5%	20.1	18.7	17.5	16.5	15.6	
3.0%	21.4	19.8	18.5	17.3	16.3	

**Wycena metodą porównawczą**

	Kraj	Kapitalizacja (USDm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			DY	Stopa zwrotu (%)	
			2019p	2020p	2021p	2019p	2020p	2021p		1M	12M
<b>4 Fun Media</b>	PL	14.9	7.3	8.9	8.0	4.3	4.8	3.8	4.5%	-1.3%	82.6%
<b>Outdoor (61% EBITDA 4FM)</b>											
JCDECAUX SA	FR	7 002	23.4	21.1	19.4	10.1	9.4	8.6	2.1%	8.6%	2.6%
STROEER SE & CO	DE	3 865	15.9	14.4	13.3	8.0	7.2	6.5	2.9%	17.6%	3.1%
LAMAR ADVERTIS-A	US	8 249	22.3	21.2	19.1	13.9	13.3	n.a.	4.6%	4.1%	35.8%
	<b>Mediana</b>		<b>22.3</b>	<b>21.1</b>	<b>19.1</b>	<b>10.1</b>	<b>9.4</b>	<b>7.6</b>			
<b>Telewizja (26% EBITDA 4FM)</b>											
M6-METROPOLE TEI	FR	2 488	12.8	12.5	14.0	5.7	5.5	5.1	5.5%	7.2%	-8.0%
MEDIASET ESPANA	ES	2 450	11.2	11.4	11.0	8.2	8.5	8.6	7.4%	5.5%	-10.3%
TELEVISION FRANC	FR	2 204	11.0	10.5	9.2	3.9	3.7	3.3	4.6%	19.4%	-1.6%
ITV PLC	GB	7 257	10.3	9.8	9.7	8.7	8.3	7.5	5.9%	14.2%	-1.2%
ATRESMEDIA CORP	ES	1 172	8.2	8.5	8.8	6.7	6.8	7.0	9.9%	11.3%	-34.4%
RTL GROUP	LU	8 769	11.1	11.0	11.0	6.6	6.5	6.6	7.9%	3.6%	-25.1%
PROSIEBENSAT.1 M	DE	3 570	6.8	6.6	6.1	6.0	5.7	5.0	8.1%	7.9%	-51.1%
	<b>Mediana</b>		<b>11.0</b>	<b>10.5</b>	<b>9.7</b>	<b>6.6</b>	<b>6.5</b>	<b>6.6</b>			
<b>Agencja reklamowa (13% EBITDA 4FM)</b>											
WPP PLC	GB	15 586	9.6	9.3	8.9	7.3	7.2	6.9	6.2%	17.8%	-12.6%
OMNICOM GROUP	US	17 926	13.7	13.0	12.1	8.2	7.9	7.6	3.2%	11.5%	13.9%
PUBLICIS GROUPE	FR	13 981	11.2	10.3	9.6	6.6	5.9	5.1	4.2%	11.5%	-9.3%
INTERPUBLIC GRP	US	9 076	12.6	12.0	11.1	7.7	7.1	5.4	4.0%	11.6%	1.9%
	<b>Mediana</b>		<b>11.9</b>	<b>11.1</b>	<b>10.3</b>	<b>7.5</b>	<b>7.1</b>	<b>6.1</b>			

**Mediana ważona EBITDA (2018)**

	18.0	17.1	15.5	8.8	8.3	7.1
Premia/Dyskonto	-60%	-48%	-49%	-51%	-43%	-46%
dyskonto za płynność	40%	40%	40%	40%	40%	40%
<b>Mnożnik użyty do wyceny</b>	<b>10.8</b>	<b>10.2</b>	<b>9.3</b>	<b>5.3</b>	<b>5.0</b>	<b>4.3</b>
<b>Implikowana wycena</b>	<b>15.6</b>	<b>16.5</b>	<b>15.8</b>	<b>14.3</b>	<b>16.4</b>	<b>15.8</b>
Waga	25%	25%		25%	25%	
Implikowana cena akcji (PLN)	15.7					
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>17.3</b>					

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM.

## Omówienie wyników 4Q18

4fun Media wypracowała w 4Q18 przychody na poziomie PLN 21.6m (+30% r/r, 16% powyżej naszej prognozy, PLN 2.9m znorm. EBITDA (-29% r/r oraz 20% poniżej naszej prognozy) oraz znorm. zysk netto PLN 2.3m (-25% r/r, 3% powyżej naszych oczekiwań).

- **4Q18 w DOOH: wzrost przychodów znacząco poniżej wzrostu kosztów.** Reklama zewnętrzna odnotowała przychody na poziomie PLN 10.2m (+36% r/r oraz 16% powyżej naszych oczekiwań). Wzrostowi temu towarzyszył jednak bardzo intensywny wzrost kosztów w segmencie, które osiągnęły poziom PLN 7.9m (+62% r/r). W efekcie działalność DOOH wygenerowała PLN 2.4m EBITDA (spadek r/r o 20% vs wzrost o 435% r/r w 9M18). Marża EBITDA na tej działalności spadła do 24% vs 43% w 3Q18.
- **Wynik segmentu telewizyjnego znowu na plusie w 4Q18.** Segment nadawania i produkcji wygenerował PLN 6.5m przychodów (-8% r/r), co przy istotnym obniżeniu kosztów o 15% (prawdopodobnie brak premii rocznych) pozwoliło na wygenerowanie PLN 1.2m EBITDA (+58% r/r, mimo spadku oglądalności kanałów grupy).
- **E-commerce w 4Q18 ze stratą, zgodnie z oczekiwaniami.** Uruchomiona w 2018 r. działalność e-commerce, skupiająca się na sprzedaży ubrań z nadrukami (głównie w kanałach portali cupsell, mustache, naimpreze) wygenerowała PLN 2m przychodów. Strata EBITDA z tej działalności wyniosła PLN 1.3m (vs nasze oczekiwania straty PLN 0.7m). Osiągnięcia rentowności na tej działalności oczekujemy na przełomie 2020/21 (zarząd oczekuje BEP ok. rok wcześniej).
- **Cashflow i gotówka w 4Q18.** Cashflow operacyjny wyniósł PLN -1m (za sprawą spadku poziomu zobowiązań i rezerw), a nakłady inwestycyjne PLN 1.5m. Gotówka netto na koniec roku wyniosła PLN 3.7m (w tym gotówka PLN 7.4 oraz nowo zaciągnięty dług PLN 3.7m).
- **Komentarz:** Wyniki oceniamy jako poniżej oczekiwań. Niepokojący może być istotny wzrost kosztów w działalności DOOH, który okazał się nieproporcjonalny do wzrostu przychodów. Pozytywnie zaskoczył natomiast segment telewizyjny, jednak poprawa wyników r/r może być zjawiskiem jednorazowym (brak premii rocznych). Niemniej jednak dostrzegamy istotny potencjał utrzymania wyniku EBITDA telewizji powyżej progu rentowności w 2019p. W przypadku istotnej straty z działalności e-commerce dostrzegamy potencjał do jej stopniowego ograniczania w kolejnych kwartałach (W 4Q18 nastąpiło uruchomienie działalności na większą skalę, dalszy jej rozwój powinien pozwolić na poprawę rentowności). Na naszych prognozach 4FM jest obecnie wyceniany na EV/EBITDA XXx na 2019p, co nadal uważamy za bardzo atrakcyjny poziom.

**Tabela 3. Omówienie wyników 4Q18**

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	% r/r	prognoza Vestor	% vs Vestor
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>16.7</b>	<b>11.4</b>	<b>15.0</b>	<b>12.9</b>	<b>21.6</b>	<b>30%</b>	<b>18.6</b>	<b>16%</b>
Nadawanie i produkcja telewizyjna	7.1	5.9	6.6	4.8	6.5	-8%	6.1	6%
Dystrybucja	0.4	0.2	0.4	0.4	0.3	-25%	0.4	-20%
Działalność agencji reklamowych	2.2	2.5	3.1	2.2	3.0	34%	2.6	16%
Reklama zewnętrzna	7.5	3.6	6.5	7.0	10.2	36%	8.2	24%
Reklama internetowa				0.1	0.8		0.3	141%
Ecommerce				0.3	2.0		1.0	108%
Działalność produkcyjna				0.0	1.1		6.1	6%
Wyłączenia	(0.5)	(0.8)	(1.4)	(1.9)	(2.2)			
Koszt własny sprzedaży	(10.6)	(7.8)	(8.7)	(8.9)	(13.5)	28%		
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	6.1	3.6	6.3	3.9	8.1	34%		
Koszty sprzedaży	(1.0)	(0.8)	(0.9)	(0.9)	(2.8)	187%		
Koszty ogólnego zarządu	(1.9)	(1.1)	(1.2)	(1.5)	(2.8)	51%		
Pozostałe przychody operacyjne	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	-100%		
Pozostałe koszty operacyjne	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.5)	1354%		
<b>znorm. EBITDA</b>	<b>4.0</b>	<b>2.4</b>	<b>4.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.9</b>	<b>-29%</b>	<b>3.6</b>	<b>-20%</b>
Nadawanie i produkcja telewizyjna	0.8	1.0	1.5	(0.7)	1.2	58%	0.1	1184%
Dystrybucja	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	-49%	0.2	-62%
Działalność agencji reklamowych	0.2	0.5	0.9	0.1	0.3	66%	0.5	-41%
Reklama zewnętrzna	3.0	0.8	2.0	3.0	2.4	-20%	3.8	-37%
Reklama internetowa				(0.0)	0.3		(0.2)	
Ecommerce				(0.3)	(1.3)		(0.7)	
Działalność produkcyjna				(0.0)	(0.0)		(0.1)	
<b>EBIT</b>	<b>3.4</b>	<b>1.7</b>	<b>4.0</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>-40%</b>	<b>1.6</b>	<b>25%</b>
Przychody (koszty) finansowe - netto	0.3	(0.0)	(0.3)	(0.4)	(0.1)	-125%		
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	3.7	1.7	3.7	1.1	2.0	-46%		
Podatek dochodowy	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.2)	0.3	-246%		
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>3.4</b>	<b>1.5</b>	<b>3.3</b>	<b>0.9</b>	<b>2.3</b>	<b>-34%</b>		
<b>Znorm. zysk podmiotu dominującego</b>	<b>3.1</b>	<b>1.3</b>	<b>3.1</b>	<b>0.7</b>	<b>2.3</b>	<b>-25%</b>	<b>2.3</b>	<b>3%</b>
Udziały niekontrolujące	(0.3)	0.1	0.2	0.2	(0.0)	-87%		

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM.

## Prognoza wyników na lata 2019-21p

**Tabela 4. 4fun Media: Prognozy finansowe (PLNm)**

PLNm	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p
<b>Przychody</b>	<b>38.2</b>	<b>49.2</b>	<b>60.9</b>	<b>74.0</b>	<b>78.5</b>	<b>82.0</b>
Telewizja	25.2	28.4	25.0	23.8	23.1	22.4
Agencja reklamowa	4.1	7.6	10.6	9.6	9.9	10.2
Reklama zewnętrzna	10.1	15.5	27.2	32.4	34.4	35.9
wyłączenia i pozostałe	(1.2)	(2.3)	(1.9)	8.2	11.2	13.4
<b>EBIT</b>	<b>1.5</b>	<b>8.7</b>	<b>9.3</b>	<b>8.2</b>	<b>9.8</b>	<b>10.5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>5.3</b>	<b>11.5</b>	<b>12.2</b>	<b>11.3</b>	<b>13.1</b>	<b>14.2</b>
Telewizja	4.0	6.1	3.5	2.9	2.4	1.9
Agencja reklamowa	0.5	1.3	1.8	1.1	1.1	1.1
Reklama zewnętrzna	0.7	4.1	8.3	9.1	9.2	9.5
wyłączenia i pozostałe	0.0	0.0	(1.4)	(1.8)	0.4	1.7
<b>Zysk netto</b>	<b>1.3</b>	<b>7.4</b>	<b>7.5</b>	<b>6.1</b>	<b>6.8</b>	<b>7.2</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	1.7	9.2	8.2	5.5	11.0	11.5
CAPEX	(2.7)	(3.7)	(6.3)	(4.0)	(4.1)	(5.7)
Dług netto/ (gotówka netto)	(0.9)	(4.1)	(3.7)	(3.2)	(7.9)	(11.2)
<b>Marża EBITDA (%)</b>	<b>14%</b>	<b>23%</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>
<b>Marża zysku netto (%)</b>	<b>4%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Segment DOOH.** W 2018 r. segment DOOH odnotował wzrost przychodów o 76% r/r, przy wzroście EBITDA o 103% r/r. W naszych szacunkach zakładamy, iż wygenerowana baza przychodowa jest do utrzymania, jednocześnie istotne wsparcie dla wyników segmentu będzie stanowił nowo podpisany kontrakt z Cheil Germany GmbH z o.o. Oddział w Polsce opiewający na kwotę PLN 11.4m w okresie 3 lat (PLN 3.8m rocznie, 14% przychodów 4FM z DOOH za 2018 r.). Dzięki wpływowi nowego kontraktu, a także aktualizacji cenników reklamowych na rynku oczekujemy wygenerowania wzrostu przychodów o 19% r/r do poziomu PLN 32.4m na koniec 2019p. W kolejnych latach oczekujemy stabilizacji sprzedaży. Sprzyjającymi czynnikami dla wzrostu przychodów segmentu będą planowane powiększenie sieci ekranów oraz wysoka dynamika wzrostu na całym rynku DOOH (wg spółki w 2018 r. rynek wzrósł o 25% co jest zgodne z trendami światowymi, 4FM wg szacunków zarządu odpowiada za 40% przychodów na rynku). W 2019p oczekujemy lekkiego spadku marży EBITDA z tej działalności do 28% (vs 30% w 2018p), ze względu na pogorszenie marży pod koniec roku (24% w 4Q18). W latach 2019/20p oczekujemy odpowiednio PLN 9.1m (+9% r/r) oraz PLN 9.2m (+1% r/r) EBITDA z segmentu DOOH.

**Segment telewizyjny.** Pierwsze miesiące 2019 roku nie wskazują na poprawę oglądalności kanałów spółki (udział rynkowy w grupie komercyjnej w miesiącach styczniu i lutym wyniósł 0.41% vs 0.43% w 2018r.), w związku z czym w 2019 r. oczekujemy dalszego spadku przychodów do PLN 23.8m (-5% r/r), przy spadku kosztów o 3% r/r. W latach 2019/20p oczekujemy odpowiednio PLN 2.9m (-16% r/r) i PLN 2.4m (-18% r/r) EBITDA z tej działalności.

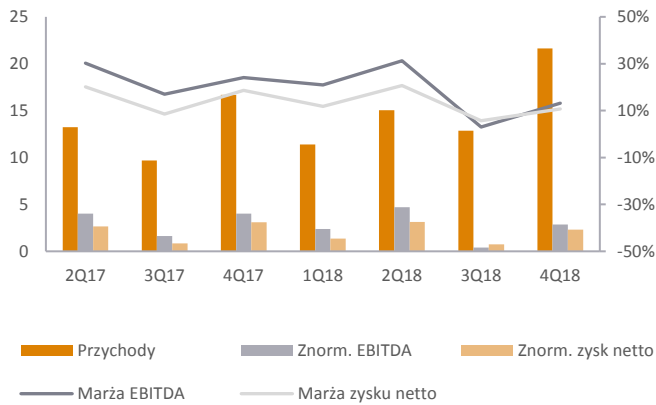
**e-commerce.** Według strategii spółki e-commerce powinien wygenerować PLN 15m przychodów w 2019 r. Ze względu na wczesny etap inwestycji, w naszych szacunkach konserwatywnie przyjmujemy PLN 10m przychodów w 2019p (vs PLN 2m wygenerowane w 4Q18). Przekroczenie prognozy rentowności na tej działalności jest w naszej opinii możliwe na przełomie 2020/21p.

**W latach 2019-20p Oczekujemy przychodów na poziomie PLN 74m (+21% r/r) oraz PLN 78.5m (+6% r/r). Szacujemy łączną EBITDA grupy w 2019/20p na poziomie PLN 11.3m (-7% r/r) i PLN 13.1m (+16% r/r), co przekłada się na zysk netto na poziomie odpowiednio PLN 6.1m (-18% r/r) oraz PLN 6.8m (+12% r/r) w tych latach.**

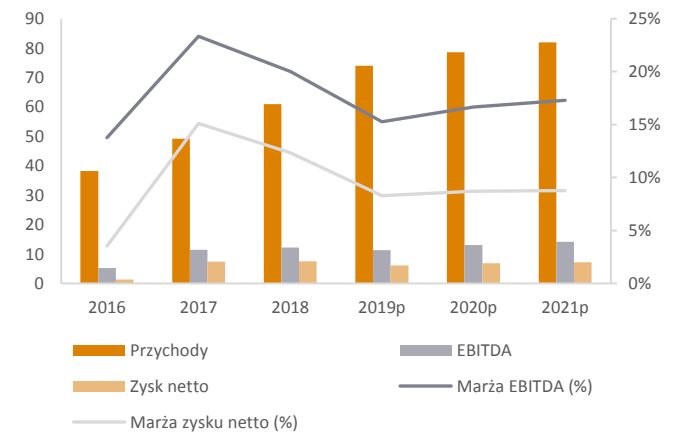
**Oczekujemy CAPEXu PLN 4m rocznie w 2019/20p, który pozwoli na inwestycję w ekrany wielkoformatowe (ok. 5 ekranów rocznie). Nie wykluczamy także przejścia innych sieci ekranów DOOH.**



**Wykres 11. 4 Fun Media: Wyniki w 2Q17-4Q18**



**Wykres 12. 4 Fun Media: Przychody, EBITDA, Zysk netto (PLNm) w latach 2016-2021p**



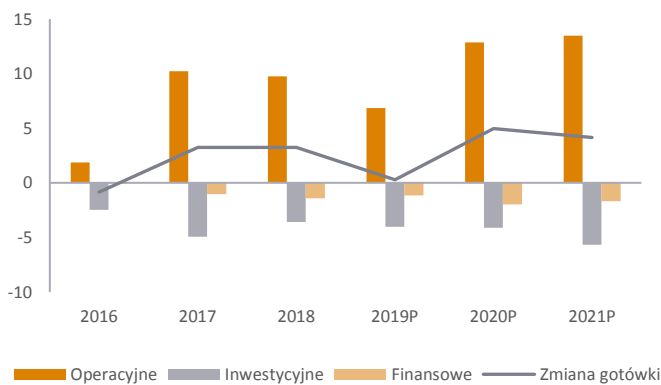
Źródło: Spółka, p – prognozy Vestor DM.

\*Wyniki normalizowane o niegotówkowy wpływ programu motywacyjnego 2016-18

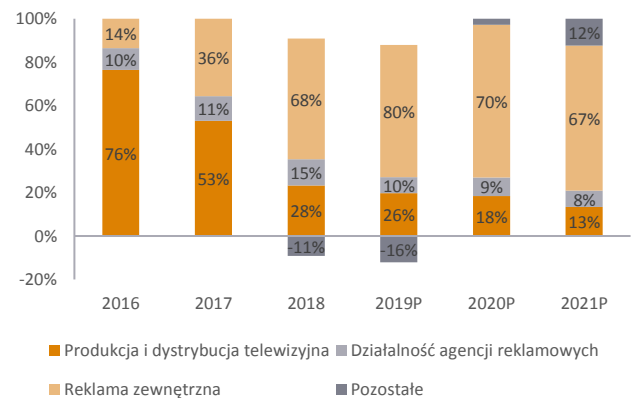
Źródło: Spółka, p – prognozy Vestor DM.

\*Wyniki normalizowane o niegotówkowy wpływ programu motywacyjnego 2016-18

**Wykres 13. 4 Fun Media: Przepływy finansowe w latach 2016-2021p (PLNm)**



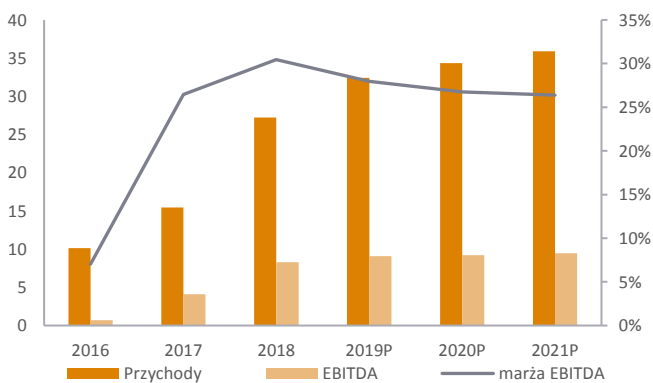
**Wykres 14. 4 Fun Media: Struktura EBITDA 2016-2021p**



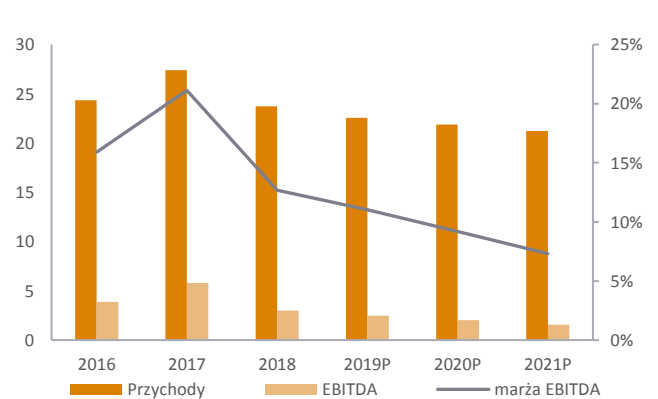
Źródło: Spółka, p – prognozy Vestor DM.

Źródło: Spółka, p – prognozy Vestor DM.

**Wykres 15. Segment DOOH: Przychody i EBITDA (PLNm) w latach 2016-2021p**



**Wykres 16. Produkcja telewizyjna: Przychody i EBITDA (PLNm) w latach 2016-2021p**



Źródło: Spółka, p – prognozy Vestor DM.

Źródło: Spółka, p – prognozy Vestor DM.

## Zmiana prognoz 2019-21p

Tabela 6. Zmiana prognoz 2019-21p

	2019p		Zmiana (%)	2020p		Zmiana (%)	2021p		Zmiana (%)
	Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie		Nowe	Poprzednie	
Przychody	74.0	72.1	3%	78.5	74.5	5%	82.0	76.7	7%
EBITDA	11.3	12.7	-11%	13.1	14.5	-10%	14.2	15.2	-7%
EBIT	8.2	9.5	-14%	9.8	11.1	-12%	10.5	11.5	-9%
<b>Zysk netto</b>	<b>6.1</b>	<b>7.1</b>	<b>-14%</b>	<b>6.8</b>	<b>8.0</b>	<b>-15%</b>	<b>7.2</b>	<b>8.2</b>	<b>-12%</b>
Capex	(4.0)	(4.0)	1%	(4.1)	(4.0)	3%	(5.7)	(5.5)	3%

Źródło: Vestor DM.



**ZASTRZEŻENIA PRAWNE**

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") z siedzibą w Warszawie, al. Jana Pawła II 22, 00-133 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 2 009 570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r., poz. 1768 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2016 r., poz. 1639 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2016 r., poz. 1289 – j.t. z późn. zm.).

Vestor DM podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor DM.

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy dokument stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor DM nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora, w związku z powyższym przy sporządzeniu niniejszego dokumentu Vestor DM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor DM. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową. Vestor DM nie świadczy usług doradztwa podatkowego związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe i zaleca skontaktowanie się z niezależnym doradcą podatkowym. Należy zwrócić uwagę, że podstawy i poziomy opodatkowania mogą ulegać zmianom.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych

Niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad obiektywizmu w oparciu o ogólnodostępne informacje w tym informacji publikowanych przez Emitenta. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor DM w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor DM oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Niniejszy dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor DM, Vestor DM oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor DM) zostały udostępnione jedynie dla wyгоды odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdując się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor DM i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor DM i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie podlegają nadzorowi sprawowanemu przez Komisję Nadzoru Finansowego, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

**NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZIDENTOM TYCH PAŃSTW. GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.**

**VESTOR DM INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.**

**VESTOR DM ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPLYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.**

**DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.**

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor DM niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeni, na które takie inwestycje są narażone.

**NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM.**

**INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR DM.**

**W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM NIE ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH.**

**W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM NIE BYŁ UCZESTNIKIEM KONSORCJUM OFERUJĄCYM INSTRUMENTY FINANSOWE WYEMITOWANE PRZEZ EMITENTA.**

Vestor DM nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

Vestor DM nie pełni roli animatora rynku ani roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor DM nie otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług dla Emitenta.

Vestor DM nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Osoby, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji nie posiadają akcji Emitenta i nie nabywały w przeszłości akcji Emitenta.

Vestor DM nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor DM lub podmioty powiązane z Vestor DM składać będą oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Podmioty powiązane z Vestor DM lub Vestor DM mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz Emitenta, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta.

Vestor DM może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Z wyjątkiem umów maklerskich zawartych z klientami, na podstawie których Vestor DM sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie tych klientów, Vestor DM nie jest stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie.

Wynagrodzenie otrzymane przez osoby przygotowujące ten dokument może zależeć pośrednio od wyników finansowych uzyskanych przez Vestor DM lub jego podmioty powiązane z transakcji Investment Banking, związanych z instrumentami finansowymi wyemitowanymi przez Emitenta.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor DM mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje stanowiących więcej niż 0,5% wszystkich wyemitowanych akcji przez Emitenta.

Analitycy sporządzający niniejszy raport pozostają w stosunku pracy z Vestor DM na podstawie zawartej umowy o pracę.

Analitycy Vestor DM działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Wszystkie szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną opinię analityków na dzień wydania niniejszego raportu.

Vestor DM, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

Vestor DM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Vestor DM zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Vestor DM mógł wydać i może wydać w przyszłości raporty dotyczące Emitenta, które różnią się od niniejszego raportu i zawierają inne wnioski w porównaniu do informacji zawartych w niniejszym raporcie. Raporty te odpowiadają przyjętym w nich założeniom, poglądom i metodom analitycznym analityków, którzy je przygotowali, a Vestor DM nie jest zobowiązany aby dostarczyć inne raporty odbiorcom niniejszego dokumentu.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. Rekomendacja wydana przez Vestor DM obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba, że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana. W okresie kolejnych 12 miesięcy Vestor DM zamierza wydać co najmniej aktualizację niniejszego raportu. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 10 rekomendacji Kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 2 rekomendacje Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 2 rekomendacje, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego w tym 2 na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner, publikacje handlowe w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymagań organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, która nie wskazywała kierunku inwestycyjnego. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających łącznie każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 29 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

OSTATNIA REKOMENDACJA DLA SPÓŁKI 4 FUN MEDIA S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 25 MARCA 2019 R.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor DM, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor DM do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor DM, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vestor DM lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor DM jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor DM. Żaden z materiałów, ani jej treści, nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor DM.

Copyright © 2019 Vestor DM Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opis zastosowanych w organizacji mechanizmów chińskich murów zapobiegających powstaniu konfliktów interesów:

W Vestor DM obowiązuje „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Vestor Domu Maklerskim S.A.”, który określa sposób postępowania w celu przeciwdziałania powstawaniu oraz sprawnego zarządzania konfliktami interesów poprzez wyeliminowanie ryzyka naruszenia interesu klienta, jak również określa środki i procedury zarządzania konfliktami interesów. Obowiązki z zakresu przeciwdziałania powstawaniu, zarządzania oraz monitorowania w przypadku powstania konfliktu interesów wykonuje wyznaczona jednostka organizacyjna, której pracownicy dysponują następującymi narzędziami zapewniającymi prawidłowe wykonywanie tych zadań: (i) dostęp do wszelkiej dokumentacji zarówno Spółki jak i spółki zależnej, (ii) uprawnienia do żądania przedstawienia wyjaśnień przez wszystkich pracowników, (iii) możliwość analizowania zawieranych przez osoby powiązane transakcji własnych.

Dom Maklerski stosuje następujące mechanizmy mające na celu zapobieganie powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku istnienia takiego konfliktu - zarządzanie i monitorowanie nimi w celu zapobiegania potencjalnemu niekorzystnemu wpływowi na interesy klientów:

- i. Niezależność działania: zapewnienie niezależności działania każdej jednostki organizacyjnej Vestor DM, która oznacza w szczególności, że (i) nie istnieje możliwość wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez pracowników czynności związanych z prowadzeniem przez Vestor DM działalności, (ii) zakres zadań danej jednostki organizacyjnej jest przypisany danej jednostce organizacyjnej i co do zasady nie krzyżuje się z zakresem zadań innych jednostek organizacyjnych;
- ii. Niezależność wynagrodzeń: Vestor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;
- iii. Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Vestor DM, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesami klienta i Vestor DM, w tym:
  - system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;
  - nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez osoby powiązane, okresowe przeglądy i ocena skuteczności wdrożonych przez Vestor DM systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru konfliktów interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów klienta;
- iv. Odmowa działania: prawo odmowy przez Vestor DM podjęcia działań na rzecz klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego klienta Vestor DM nie może skutecznie zarządzać potencjalnymi konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub regulacje wewnętrzne;
- v. Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub bezpośrednio po sobie następującego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vestor DM, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;
- vi. Chińskie mury: Vestor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vestor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub zapewnia nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów rekomendacji kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vestor DM opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu rekomendacji Vestor DM korzysta co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) Zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) Porównawczej (w tym model ROE-P/BV)
- 3) Mnożnik docelowy

- 4) Analiza scenariuszowa
- 5) Zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części (sum of the parts)
- 8) Zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)
- 9) Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV)

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny, scenariusz bazowy, scenariusz pozytywny, przy czym każdemu scenariuszowi nadawane są prawdopodobieństwa. Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta może być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże wartości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do przeprowadzenia. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może nie doszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uznać można niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utracenia korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych jest duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i przyjąć, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV - risk-adjusted net present value) jest metodą stosowaną do prognozy przyszłych przepływów pieniężnych w ryzykownych projektach. W wycenie spółek biotechnologicznych, polega ona na ważeniu przepływów pieniężnych w poszczególnych fazach rozwoju leku prawdopodobieństwem sukcesu w danej fazie. Głównymi zaletami tej metody jest uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu. Wadami tej metody jest duża ilość założeń i wysoki poziom skomplikowania obliczeń.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacjach:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgową

BV – wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ (zysk operacyjny + amortyzacja)

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

ROA – zwrot na aktywach

COE – koszt kapitału własnego

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

KĄŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE.

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Vestor DM w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Nr.	Spółka	Data rekomendacji	Analityk	TP	Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji	Rekomendacja	Horyzont
27/2018	MZN Property	2018-05-08	Aleksandra Jakubowska	2.2	1.9	Brak	12M
28/2018	Pekao	2018-05-16	Michał Fidelus	148	118.7	Kupuj	12M
29/2018	Archicom	2018-05-24	Marek Szymański	23.0	15.9	Brak	12M
30/2018	PKO BP	2018-05-25	Michał Fidelus	42.0	38.9	Neutralnie	12M
31/2018	Warimpex	2018-05-28	Marek Szymański	8.3	6.0	Brak	12M
32/2018	Handlowy	2018-06-20	Michał Fidelus	81.0	67.0	Kupuj	12M
33/2018	Dom Development	2018-06-25	Marek Szymański	90.0	86.0	Neutralnie	12M
34/2018	Atal	2018-06-25	Marek Szymański	43.0	37.0	Akumuluj	12M
35/2018	LC Corp	2018-06-25	Marek Szymański	3.0	2.4	Kupuj	12M
36/2018	Lokum Deweloper	2018-06-25	Marek Szymański	25.0	18.8	Kupuj	12M
37/2018	CCC	2018-07-16	Marek Szymański	280.0	204.0	Kupuj	12M
38/2018	LPP	2018-07-16	Marek Szymański	9200.0	9105	Neutralnie	12M
39/2018	PKN	2018-07-19	Beata Szparaga-Waśniewska	104.0	81.06	Kupuj	12M
40/2018	CD Projekt	2018-07-25	Maciej Hebda	231.0	208.00	Akumuluj	12M
41/2018	11 bit studios	2018-07-25	Michał Wojciechowski	511.0	426.0	Kupuj	12M
42/2018	PlayWay	2018-07-25	Maciej Hebda	195.0	149.0	Kupuj	12M
43/2018	Millennium	2018-07-30	Michał Fidelus	9.3	8.9	Neutralnie	12M
44/2018	BZ WBK	2018-08-02	Michał Fidelus	410.0	378.2	Akumuluj	12M
45/2018	Syngtik	2018-08-07	Beata Szparaga-Waśniewska	20.0	14.9	Kupuj	12M
46/2018	ML System	2018-08-28	Maciej Hebda	38.6	33.3	Brak	12M
47/2018	CD Projekt	2018-08-29	Maciej Hebda	228.0	219.2	Neutralnie	12M
48/2018	11 bit studios	2018-09-03	Michał Wojciechowski	386.0	380.0	Neutralnie	12M
49/2018	Alior	2018-09-05	Michał Fidelus	85.0	66.9	Kupuj	12M
50/2018	British Automotive Holding	2018-09-05	Marek Szymański	2.2	1.9	Brak	12M
51/2018	Wielton	2018-09-12	Marcin Górnik	15.5	9.7	Kupuj	12M
52/2018	Atal	2018-09-13	Marek Szymański	41.0	31.5	Kupuj	12M
53/2018	PKN	2018-09-14	Beata Szparaga-Waśniewska	109.0	99.4	Neutralnie	12M
54/2018	Ten Square Games	2018-09-20	Maciej Hebda	116.0	96.5	Kupuj	12M
55/2018	Archicom	2018-09-21	Marek Szymański	20.5	13.2	Brak	12M
56/2018	Marvipol	2018-09-21	Marek Szymański	8.0	3.5	Brak	12M
57/2018	PlayWay	2018-09-25	Maciej Hebda	177	151	Kupuj	12M
58/2018	JSW	2018-10-01	Marcin Górnik	72.7	66.2	Neutralnie	12M
59/2018	Bogdanka	2018-10-01	Marcin Górnik	69.2	60.0	Akumuluj	12M
60/2018	4fun Media	2018-10-29	Michał Wojciechowski	20.5	13.0	Brak	12M
61/2018	Elemental Holding	2018-11-14	Marcin Górnik	1.8	1.1	Brak	12M
62/2018	CD Projekt	2018-11-15	Maciej Hebda	202	146.5	Kupuj	12M
63/2018	Lokum Deweloper	2018-11-15	Marek Szymański	26.0	17.4	Kupuj	12M
64/2018	CCC	2018-11-16	Marek Szymański	260	182	Kupuj	12M
65/2018	11 bit studios	2018-11-19	Michał Wojciechowski	270	247	Neutralnie	12M
66/2018	LC Corp	2018-11-22	Marek Szymański	3.2	2.5	Kupuj	12M
67/2018	ML System	2018-11-22	Maciej Hebda	35.3	27.1	Brak	12M
68/2018	LPP	2018-11-26	Marek Szymański	8600	7850	Akumuluj	12M
69/2018	PlayWay	2018-11-27	Maciej Hebda	172	140	Kupuj	12M
70/2018	Atal	2018-12-10	Marek Szymański	38.0	29.7	Kupuj	12M
71/2018	Dom Development	2018-12-10	Marek Szymański	75.0	65.6	Akumuluj	12M
72/2018	Archicom	2018-12-10	Marek Szymański	19.0	11.9	Brak	12M
73/2018	PKO BP	2018-12-10	Michał Fidelus	45.0	40.6	Akumuluj	12M
74/2018	Pekao	2018-12-10	Michał Fidelus	139.0	108.6	Kupuj	12M
75/2018	Santander Bank Polska	2018-12-10	Michał Fidelus	395.0	353.0	Akumuluj	12M
76/2018	mBank	2018-12-10	Michał Fidelus	440.0	429.0	Neutralnie	12M
77/2018	ING BSK	2018-12-10	Michał Fidelus	197.0	180.0	Akumuluj	12M
78/2018	Handlowy	2018-12-10	Michał Fidelus	75.6	70.0	Neutralnie	12M
79/2018	Millennium	2018-12-10	Michał Fidelus	9.7	9.1	Neutralnie	12M
80/2018	Alior Bank	2018-12-10	Michał Fidelus	70.0	55.2	Kupuj	12M
81/2018	Getin Noble Bank	2018-12-10	Michał Fidelus	0.76	0.31	Kupuj	12M
82/2018	Selvita	2018-12-12	Beata Szparaga-Waśniewska	85.0	49.0	Brak	12M
83/2018	Celon Pharma	2018-12-12	Beata Szparaga-Waśniewska	33.0	32.4	Neutralnie	12M
84/2018	Warimpex	2018-12-21	Marek Szymański	8.0	4.6	Brak	12M
1/2019	PKO BP	2019-01-10	Michał Fidelus	45.0	40.9	Akumuluj	12M
2/2019	PEKAO	2019-01-10	Michał Fidelus	140.0	113.1	Kupuj	12M
3/2019	SANTANDER	2019-01-10	Michał Fidelus	401.0	369.2	Akumuluj	12M
4/2019	MBANK	2019-01-10	Michał Fidelus	439.0	427.0	Neutralnie	12M
5/2019	ING	2019-01-10	Michał Fidelus	197.0	185.8	Neutralnie	12M
6/2019	HANDLOWY	2019-01-10	Michał Fidelus	74.5	69.2	Neutralnie	12M
7/2019	MILLENNIUM	2019-01-10	Michał Fidelus	9.7	9.0	Neutralnie	12M
8/2019	ALIOR BANK	2019-01-10	Michał Fidelus	70.0	56.2	Kupuj	12M
9/2019	GETIN NB	2019-01-10	Michał Fidelus	0.8	0.4	Kupuj	12M
10/2019	PKN ORLEN	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	108.0	107.5	Neutralnie	12M
11/2019	LOTOS	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	68.0	90.7	Sprzedaj	12M
12/2019	LPP	2019-01-10	Marek Szymański	8 600.0	8 140.0	Akumuluj	12M
13/2019	CCC	2019-01-10	Marek Szymański	260.0	186.4	Kupuj	12M
14/2019	LW BOGDANKA	2019-01-10	Marcin Górnik	62.6	54.7	Akumuluj	12M
15/2019	JSW	2019-01-10	Marcin Górnik	56.6	68.3	Sprzedaj	12M
16/2019	CD PROJEKT	2019-01-10	Maciej Hebda	222.0	153.7	Kupuj	12M
17/2019	11 BIT	2019-01-10	Michał Wojciechowski	288.0	268.0	Neutralnie	12M
18/2019	PLAYWAY	2019-01-10	Maciej Hebda	174.0	151.0	Kupuj	12M
19/2019	TEN SQUARE	2019-01-10	Maciej Hebda	75.6	83.4	Redukuj	12M
20/2019	CELON PHARMA	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	33.0	30.5	Neutralnie	12M
21/2019	SELVITA	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	85.0	52.0	Brak	12M
22/2019	SYNEKTIK	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	20.0	9.1	Kupuj	12M
23/2019	DOM DEV.	2019-01-10	Marek Szymański	75.0	63.0	Kupuj	12M
24/2019	LC CORP	2019-01-10	Marek Szymański	2.8	2.4	Kupuj	12M
25/2019	ARCHICOM	2019-01-10	Marek Szymański	18.8	11.2	Brak	12M
26/2019	WARIMPEX	2019-01-10	Marek Szymański	8.0	4.7	Brak	12M
27/2019	ATAL	2019-01-10	Marek Szymański	38.0	28.0	Kupuj	12M
28/2019	LOKUM	2019-01-10	Marek Szymański	23.5	15.0	Kupuj	12M
29/2019	WIELTON	2019-01-10	Marcin Górnik	14.6	9.8	Kupuj	12M
30/2019	AC AUTOGAZ	2019-01-10	Marcin Górnik	48.4	43.8	Akumuluj	12M
31/2019	ELEMENTAL HOLDING	2019-01-10	Marcin Górnik	1.8	1.4	Brak	12M
32/2019	APLISENS	2019-01-10	Michał Wojciechowski	13.5	10.1	Kupuj	12M
33/2019	VIGO SYS.	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	400.0	279.0	Brak	12M

34/2019	ML SYSTEM	2019-01-10	Maciej Hebda	35.8	28.0	Brak	12M
35/2019	KRUK	2019-01-10	Michał Fidelus	239.0	165.6	Kupuj	12M
36/2019	4FUN MEDIA	2019-01-10	Michał Wojciechowski	21.7	12.6	Brak	12M
37/2019	Elemental Holding	2019-02-12	Marcin Górnik	1.8	1.4	Brak	12M
38/2019	JSW	2019-02-12	Marcin Górnik	62	59	Neutralnie	12M
39/2019	PKO BP	2019-03-25	Michał Fidelus	43	38.7	Akumuluj	12M
40/2019	4FUN MEDIA	2019-03-26	Michał Wojciechowski	21.8	11.0	Brak	12M
41/2019	KGHM	2019-03-29	Marcin Górnik	117.0	104.0	Akumuluj	12M
42/2019	GETIN NB	2019-04-03	Michał Fidelus	0.7	0.7	Neutralnie	12M
43/2019	BOGDANKA	2019-04-16	Marcin Górnik	60.0	45.0	Kupuj	12M