



Dom Maklerski BDM S.A.

FOREVER ENTERTAINMENT

RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do walorów Forever Entertainment i wydajemy zalecenie KUPUJ, ustalając cenę docelową na poziomie 7,2 PLN/akcję (spadek wyceny związany jest ze wzrostem stopy wolnej od ryzyka). W ostatnich rekordowych wynikach za 2Q'22, które spółka zawiadza premierze gry „The House of The Dead: Remake” największym pozytywnym zaskoczeniem okazał się podział przychodów z deweloperem gier i właścicielem tego IP. Nasze obliczenia wskazują na poziom ok. 35-40% (vs 67% nasze założenia z ostatniej rekomendacji). Zwracamy jednak uwagę, że w kolejnych kwartałach może być on wyższy, ze względu na pierwszeństwo zwrotu kosztów produkcji i wydania tej gry, które miało miejsce we wspomnianym kwartale. Spodziewamy się, że mimo to będzie niższy od naszych wcześniejszych założeń, co przekłada się na wyższą rentowność. Przed nami w listopadzie'22 najważniejsza premiera z aktualnego (ujawnionego) portfela tytułów - „Front Mission 1st: Remake”. Prognozujemy, że w 4Q'22 tytuł ten sprzeda się w nakładzie ok. 120 tys. kopii, generując przychód na poziomie 9,9 mln PLN przychodów. W całym 2022r. szacujemy zysk netto spółki na 15,4 mln PLN, co przełoży się na atrakcyjny wskaźnik P/E na poziomie 9x. Ponadto oczekujemy, że rok 2023r. będzie „naszpikowany” mocnymi premierami remaków, w tym m.in. takich tytułów jak „FM2”, „FM3”, „THoTD 2” czy „PD 2” co przyniesie dalszą dynamiczną poprawę wyników.

Rekordowe wyniki za 2Q'22 wypracowane dzięki grze „THoTD”

W naszym poprzednim raporcie prognozowaliśmy niższe wyniki i to przy założeniu innych ważnych debiutów w 2Q'22, które jednak nie miały miejsca w tym okresie. Stąd też, jesteśmy pozytywnie zaskoczeni wynikami gry „The House of The Dead: Remake”, która według naszych szacunków sprzedała się w omawianym okresie na poziomie ok. 130 tys. kopii (vs nasze założenia 240 tys. w całym 2022r.). Ponadto pozytywnie zaskoczył nas podział przychodów z deweloperem gier i właścicielem IP, według naszych szacunków w 2Q'22 kształtuje się on na poziomie ok. 35-40% (vs 67% nasze założenia z ostatniej rekomendacji). Zwracamy jednak uwagę, że w kolejnych kwartałach może być on wyższy, ze względu na pierwszeństwo zwrotu kosztów produkcji i wydania tej gry (w 2Q'22). Spodziewamy się, że mimo to będzie niższy od naszych wcześniejszych założeń, aktualnie zakładamy poziom ok. 60% dla tego IP. Ponadto pragniemy zwrócić uwagę na informację z raportu MegaPixel Studio odnośnie prac badawczych nad „light-gun'em”, którego dodanie do tej gry może w istotny sposób wpłynąć na sprzedaż „THoTD” w kolejnych okresach.

Premiera największego IP w portfelu spółki „Front Mission 1st: Remake”

Oczekujemy na premierę najważniejszej (pod względem potencjału moentyzacji) produkcji z portfela gier spółki, czyli „Front Mission 1st: Remake”. Zgodnie z zapowiedziami spółki tytuł ten pojawi się w listopadzie'22. W związku z tym, iż produkcja ta, będzie zapewniała znacznie większą ilość godzin grania (ok. 35-40h) vs poprzednie remaki spodziewamy się wyższej ceny, na poziomie ok. 35 USD. Ponadto mając na uwadze fakt, że nad rozwojem IP czuwa wewnętrzny zespół FOR, podział przychodów z każdej kopii z właścicielem IP może kształtować się na poziomie ok. 50%/50%. Prognozujemy, że w 4Q'22 tytuł ten sprzeda się w nakładzie 120 tys. kopii co przełoży się na 9,9 mln PLN przychodów.

Dalsza perspektywa 2022r.

Spodziewamy się, że 3Q'22 sprzedało się ok. 35-40 tys. kopii gry „THoTD”, a w całym minionym kwartale spółka wypracowała 10,7 mln PLN przychodów (+40% r/r). W związku z dalszą intensywną rozbudową zespołów i presją płacową spodziewamy się istotnego wzrostu wynagrodzeń. Na poziomie wyniku EBIT prognozujemy 1,6 mln PLN. Przez fakt na duże zaangażowani MegaPixel w inne projekty, przesuwamy „PD2” w naszym modelu na początek 2023r. Ponadto mając na uwadze ostatnie informacje o zaawansowaniu prac nad „Fear Effect Reinvented” spodziewamy się debiutu gry w 1Q'23. Pomimo tych przesunięć prognozujemy, że FOR w całym 2022 r. wypracuje 15,4 mln PLN zysku netto, co przełoży się na atrakcyjny wskaźnik P/E na poziomie 9x.

Wizja intensywnego 2023r.

W związku z trwającymi od ok. roku pracami nad „FM2” i „FM3”, spodziewamy się, że wydawca gier może pokusić się o nowy rodzaj kampanii sprzedażowych tego IP. Naszym zdaniem istnieje duża szansa, że premiery tych trzech tytułów będą miały miejsce w odstępach zaledwie półrocznych. Wzrost naszych prognoz vs nasza ostatnia rekomendacja wynika z ujęcia „FM3” w naszym modelu. Zakładamy jednak, że FM2 i 3 będą miały niższą rentowność niż FM 1, ze względu na udział w produkcji spółek z grupy FOR (Storm Trident, MegaPixel). Oprócz tego w 2023r. oczekujemy premier takich remaków jak „THoTD 2”, „Fear Effect Reinvented” czy „Panzer Dragoon 2”.

Dalsze plany rozwoju spółki

Pragniemy zwrócić uwagę, że Forever Entertainment prowadzi zaawansowane rozmowy na temat pozyskania kolejnych licencji na wydanie remake'ów klasycznych gier, znacznie większych niż dotychczas. Dodatkowo, FOR liczy, że premierą gry „Fear Effect Reinvented” pokaże potencjalnym partnerom, że poza pracą na remake'ami może też stworzyć tę grę od początku w oparciu o licencję (np. w taki sposób jak w przypadku „Resident Evil 2”).

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	13,7	27,3	25,8	58,5	100,0	95,2
EBITDA [mln PLN]	5,6	9,2	2,2	18,7	30,0	30,8
EBIT [mln PLN]	3,5	8,0	1,0	18,1	29,6	30,4
Wynik brutto [mln PLN]	7,1	18,1	2,3	18,7	29,6	30,4
Wynik netto [mln PLN]	6,4	14,3	1,6	15,4	24,2	24,9
P/BV	8,6	4,7	4,5	3,1	2,2	2,0
P/E	22,3	10,0	91,4	9,3	5,9	5,8
EV/EBITDA	25,6	15,2	63,1	7,3	3,9	3,7
EV/EBIT	41,1	17,4	135,1	7,5	4,0	3,7
DPS	0	0	0	0,0	0,2	0,7
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	3,8%	12,7%

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

KUPUJ

(POPRIEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 7,2 PLN

12 PAŹDZIERNIKA 2022, 11:30 CET

Wycena końcowa [PLN]	7,2
Potencjał do wzrostu	36%
Koszt kapitału	14,5%
Cena rynkowa [PLN]	5,27
Kapitałizacja [mln PLN]	143,3
Ilość akcji [mln. szt.]	27,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,3
Stopa zwrotu za 3 mc	+10,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-19,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	-18,3%
Struktura akcjonariatu:	
Marek Bednarski z osobami powiązanymi	24,7%
Grzegorz Maciąg	9,7%
Zbigniew Dębicki	8,0%
Pozostali	62,4%

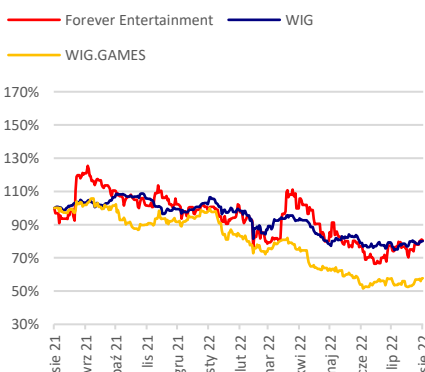
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



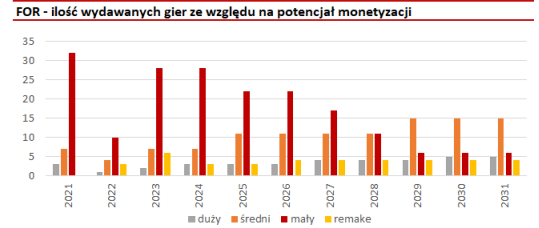
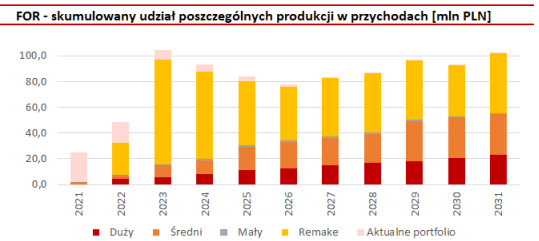
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 2Q'22 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	8
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	11

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	13,7	27,3	25,8	58,5	100,0	95,2	85,1
Zysk brutto ze sprzedaży	2,9	7,5	0,8	17,8	29,6	30,4	25,7
SG&A	10,8	19,8	25,1	40,7	70,5	64,8	59,4
PPO/PKO	0,6	0,5	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
EBITDA	5,6	9,2	2,2	18,7	30,0	30,8	26,2
EBIT	3,5	8,0	1,0	18,1	29,6	30,4	25,7
Zysk brutto	7,1	18,1	2,3	18,7	29,6	30,4	25,7
Zysk netto	6,4	14,3	1,6	15,4	24,2	24,9	21,1
Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	14,8	24,3	25,2	27,1	27,2	27,2	27,2
Wartości niematerialne	4,4	3,4	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Investycje długoterminowe	5,1	15,0	15,6	15,8	15,8	15,8	15,8
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5,1	5,8	7,2	9,1	9,1	9,1	9,1
Aktywa obrotowe	4,9	11,3	18,7	41,2	68,6	66,9	68,8
Zapasy	1,3	1,7	5,3	21,5	17,0	18,9	20,1
Należności z tytułu dostaw i usług	2,4	4,0	5,4	8,3	21,1	14,1	13,6
Investycje krótkoterminowe	0,3	4,0	5,2	7,8	26,9	30,3	31,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,3	4,0	4,8	7,4	26,5	29,9	31,1
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,8	1,7	2,9	3,6	3,6	3,6	3,6
Aktywa razem	19,6	35,6	44,0	68,3	95,8	94,1	96,0
Kapitał własny	16,6	30,6	31,8	46,6	65,4	72,2	74,6
Rezerwy na zobowiązania	0,7	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Zobowiązania długoterminowe	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania krótkoterminowe	0,9	1,5	9,2	19,0	27,6	19,2	18,6
Pasywa razem	19,6	35,6	44,0	68,3	95,8	94,1	96,0
Dług netto	0,0	-3,8	-4,7	-7,4	-26,4	-29,8	-31,0
Dług netto/ Kapitał własny	0,3%	-12,4%	-14,9%	-15,8%	-40,4%	-41,3%	-41,5%
Dług netto/ EBITDA	0,0	-0,4	-2,2	-0,4	-0,9	-1,0	-1,2
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	11,1	3,4	1,1	3,5	24,9	22,0	20,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9,5	0,3	-0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4
Przepływy z działalności finansowej	-2,2	-0,1	-0,1	-0,8	-5,4	-18,2	-18,7
Przepływy pieniężne netto	-0,6	3,7	0,8	2,6	19,1	3,4	1,2
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	22,3	10,0	91,4	9,3	5,9	5,8	6,8
P/BV	8,6	4,7	4,5	3,1	2,2	2,0	1,9
EV/ EBITDA	25,6	15,2	63,1	7,3	3,9	3,7	4,3
EV/EBIT	41,1	17,4	135,1	7,5	4,0	3,7	4,4
EV/S	10,4	5,1	5,4	2,3	1,2	1,2	1,3
MC/S	10,4	5,2	5,5	2,4	1,4	1,5	1,7
BVPS	0,6	1,1	1,2	1,7	2,4	2,7	2,7
EPS	0,2	0,5	0,1	0,6	0,9	0,9	0,8
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,7	0,7
Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	40,1%	99,0%	-5,4%	126,5%	70,9%	-4,8%	-10,6%
EBITDA zmiana r/r	41,9%	63,6%	-76,0%	752,4%	59,9%	2,8%	-15,1%
Zysk netto zmiana r/r	95,9%	121,7%	-89,0%	882,0%	57,4%	2,9%	-15,3%
Marża brutto na sprzedaży	21,2%	27,5%	3,0%	30,4%	29,5%	31,9%	30,2%
Marża EBITDA	40,8%	33,5%	8,5%	32,0%	30,0%	32,4%	30,7%
Marża EBIT	25,4%	29,4%	4,0%	31,0%	29,5%	31,9%	30,2%
Marża netto	46,9%	52,3%	6,1%	26,3%	24,2%	26,2%	24,8%
ROE	38,8%	46,7%	4,9%	33,0%	37,0%	34,5%	28,3%
ROA	32,8%	40,1%	3,6%	22,5%	25,3%	26,5%	22,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * obliczone przy cenie rynkowej 5,27 PLN.



Główne założenia	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	52,3	104,5	93,3	83,9
Najważniejsze tytuły:				
Uboat	0,9	0,7	0,4	0,2
The House of the Dead: Remake	12,1	5,1	2,5	1,4
The House of the Dead 2	0,0	14,8	7,3	3,5
Panzer Dragoon II Zwei	0,0	5,4	1,6	0,7
Fear Effect Reinvented	0,0	1,2	0,4	0,2
Shadowgate 2	0,0	4,5	1,5	0,7
Isabel Remake	3,3	1,9	1,2	0,5
Front Mission 1st: Remake	9,9	14,6	7,4	3,3
Front Mission 2: Remake	0,0	22,2	12,5	5,9
Front Mission 3: Remake	0,0	11,9	17,9	9,3
Podział na potencjał monetyz.				
Nowe gry:				
Duży	4,4	5,5	8,3	11,0
Średni	6,3	9,3	10,1	18,1
Mały	0,3	0,8	1,3	1,6
Remake	25,3	81,5	68,4	49,5
Aktualne portfolio	16,0	7,5	5,3	3,7
Ilość wydawanych gier:				
Podział na potencjał monetyz.	18,0	43,0	41,0	39,0
Duży	1,0	2,0	3,0	3,0
Średni	4,0	7,0	7,0	11,0
Mały	10,0	28,0	28,0	22,0
Remake	3,0	6,0	3,0	3,0
USD/PLN	4,567	5,206	5,328	5,253

Główne czynniki ryzyka: 1) Ryzyko różnicowanego i nieprzewidywanego popytu na poszczególne produkty 2) Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier 3) Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników 4) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników 5) Ryzyko związane z możliwością wystąpienia awarii systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów 6) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym 7) Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży 8) Ryzyko zmienności kursów walutowych

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Forever Entertainment dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, z kolei analizie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 7,2 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 7,1 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 194,6 mln PLN, czyli **7,2 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

Podsumowanie wyników w przedłożeniu na 2009 r.		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	194,7	7,2	36%
B	Wycena porównawcza	194,3	7,1	36%
C = (100%*A + 0%*B)	Wycena końcowa	194,6	7,2	36%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 8,0%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,3x.

Główne założenia modelu:

- W 1H'22 dzięki stabilnej monetyzacji starego portfela gier i premierze „The House of the Dead” spółka wypracowała 6,2 mln PLN zysku netto. W 4Q'22 spodziewamy się debiutu najważniejszej (pod względem potencjału sprzedaży) produkcji z portfela FOR, czyli „Front Mission 1st: Remake”. W związku z dużym zaangażowaniem MegaPixel w inne projekty, przesuwamy „Panzer Dragoon II Zwei: Remake” w naszym modelu na początek 2023r. Ponadto mając na uwadze ostatnie informacje o zaawansowaniu prac nad „Fear Effect Reinvented” spodziewamy się debiutu gry w 1Q'23. Pomimo tych przesunięć prognozujemy, że w całym 2022 r. spółka wypracuje 58,5 mln PLN przychodów, 18,1 mln PLN EBIT oraz 15,4 mln PLN zysku netto.
- W związku z umową z Nintendo liczymy na szybszą koncentrację swoich mocy produkcyjnych na projektach o wyższym potencjale monetyzacji. Zakładamy, że w kolejnych latach ilość premier będzie kształtowała się na poziomie ok. 33–44, przy czym większość z nich (blisko 72% zmierzające w stronę 30% na koniec 2031 r.) będą cechowały się niskim potencjałem i krótkim ogonem życia. Reszta to tytuły ze średnim i wysokim potencjałem monetyzacji (odpowiednio po ok. 7-15/ 2-5 r.).
- Zakładamy, że średni koszt wytworzenia gry o niskim/ średnim/ wysokim potencjale będzie wynosił odpowiednio 50-200 tys. PLN/ 0,6-0,8 mln PLN/ 1-2 mln PLN. Natomiast jeżeli chodzi o remaki, szacujemy, że ich koszt produkcji będzie się kształtował na poziomie ok. 1-2 mln PLN.
- W latach 23-25, spodziewamy się wydawania śr. 3 remaków/rok, od 2026 ta liczba urośnie do 4.
- Do produkcji remaków angażowane są głównie studia developerskie z grupy FE, tj. MegaPixel Studio., Storm Trident oraz TA Publishing Sarl, co oprócz kosztów związanych z produkcją tytułów wiąże się z podziałem przychodów. Dla IP „The House of the Dead” podwyższamy udział FOR w przychodach spółki z 1/3 do 40%, a dla „Front Mission 1” do 50%. Przy pozostałych tytułach zostajemy konserwatywni szacując, że po oczyszczeniu przychodów m.in. o prowizję platformy, podatki czy zwroty w FE zostaje ok. 1/3 ze sprzedaży jednej sztuki, do właściciela IP ok. 1/3, natomiast do dewelopera reszta.
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniu gier), pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. Prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 18%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- W modelu ujmujemy wartość pozostałych aktywów finansowych (czyli udziały w MegaPixel Studio, UF Games oraz Storm Trident) na poziomie 28,2 mln PLN.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2031 roku.
- FCF w okresie rezydualnym to śr. arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2021 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 27,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 12.10.2022 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Forever Entertainment na poziomie 194,7 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 7,2 PLN.

Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	58,5	100,0	95,2	85,1	79,0	85,1	88,7	98,2	95,7	103,6
EBIT [mln PLN]	18,1	29,6	30,4	25,7	22,4	24,0	24,8	28,0	26,9	28,6
Stopa podatkowa	17,8%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,2	5,3	5,5	4,6	4,0	4,3	4,5	5,0	4,8	5,2
NOPLAT [mln PLN]	14,9	24,2	24,9	21,1	18,3	19,7	20,3	23,0	22,0	23,5
Amortyzacja: [mln PLN]	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
CAPEX [mln PLN]	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-9,4	0,2	-3,3	-1,2	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,6
FCF [mln PLN]	6,4	25,3	22,5	20,7	17,9	19,4	19,9	22,6	21,8	23,0
DFCF [mln PLN]	6,2	21,5	16,6	13,4	10,1	9,5	8,6	8,5	7,2	6,6
Suma DFCF [mln PLN]	108,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	189,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	54,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	162,6									
Dług netto 2021 [mln PLN]	-4,7									
Dywidenda 2022 [mln PLN]	0,8									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]	28,2									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	194,7									
Ilość akcji [tys.]	27,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	7,2									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%

Przychody zmiana r/r	126,5%	70,9%	-4,8%	-10,6%	-7,2%	7,8%	4,1%	10,8%	-2,5%	8,3%
EBIT zmiana r/r	1667,7%	62,9%	2,9%	-15,3%	-13,1%	7,3%	3,2%	13,0%	-3,9%	6,5%
FCF zmiana r/r	35,6%	295,5%	-11,2%	-7,7%	-13,5%	7,9%	2,9%	13,4%	-3,4%	5,3%
Marża EBITDA	32,0%	30,0%	32,4%	30,7%	28,8%	28,7%	28,4%	29,0%	28,6%	28,1%
Marża EBIT	31,0%	29,5%	31,9%	30,2%	28,3%	28,2%	27,9%	28,5%	28,1%	27,6%
Marża NOPLAT	25,5%	24,2%	26,2%	24,8%	23,2%	23,1%	22,9%	23,4%	23,0%	22,7%
CAPEX / Przychody	-0,5%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,6%	-0,6%
CAPEX / Amortyzacja	-51,6%	-106,4%	-106,4%	-106,4%	-106,4%	-117,0%	-117,0%	-117,0%	-117,0%	-117,0%
Zmiana KO / Przychody	16,1%	-0,2%	3,5%	1,4%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	1,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	28,8%	-0,6%	-68,7%	-12,2%	-20,5%	20,3%	38,0%	14,1%	-50,7%	19,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
	1	7,4	7,5	7,6	7,7	7,8	8,0	8,1	8,3	8,5
	1,1	7,2	7,3	7,4	7,5	7,6	7,7	7,8	8,0	8,1
	1,2	7,0	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,5	7,6	7,8
	1,3	6,8	6,8	6,9	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,5
	1,4	6,6	6,6	6,7	6,8	6,8	6,9	7,0	7,1	7,2
	1,5	6,4	6,5	6,5	6,6	6,6	6,7	6,8	6,9	7,0
	1,6	6,2	6,3	6,3	6,4	6,5	6,5	6,6	6,7	6,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
	3%	8,0	8,1	8,2	8,4	8,6	8,7	9,0	9,2	9,4
	4%	7,3	7,4	7,5	7,6	7,7	7,9	8,0	8,2	8,3
	5%	6,8	6,8	6,9	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,5
	6%	6,3	6,4	6,4	6,5	6,5	6,6	6,7	6,8	6,8
	7%	5,9	6,0	6,0	6,0	6,1	6,1	6,2	6,3	6,3
	8%	5,6	5,6	5,7	5,7	5,7	5,8	5,8	5,9	5,9
	9%	5,3	5,3	5,4	5,4	5,4	5,4	5,5	5,5	5,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
premia za ryzyko		1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
	3%	9,1	9,0	8,9	8,7	8,6	8,5	8,5	8,4	8,3
	4%	8,2	8,1	8,0	7,9	7,8	7,7	7,6	7,5	7,4
	5%	7,5	7,3	7,2	7,2	7,1	7,0	6,9	6,9	6,8
	6%	6,9	6,8	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	6,3	6,3
	7%	6,4	6,3	6,2	6,1	6,1	6,0	6,0	5,9	5,9
	8%	6,0	5,9	5,8	5,8	5,7	5,7	5,6	5,6	5,5
	9%	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4	5,4	5,3	5,3	5,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

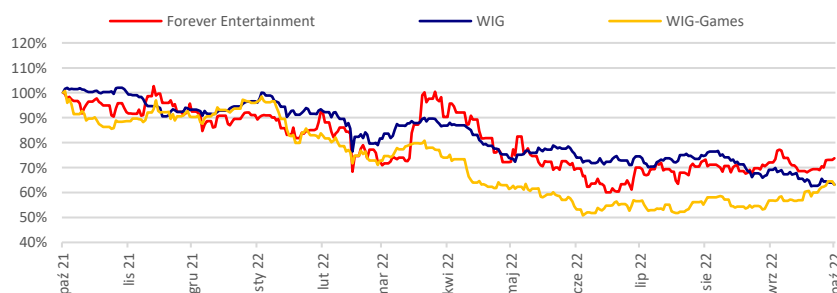
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Forever Entertainment metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **7,1 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności i innym profilem vs porównywalne spółki, uwzględniamy ją w naszej wycenie, nadając jej wartość 30%.

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
11 bit studios	80,3	9,3	9,0	41,9	7,2	5,9
Artufex Mundi	6,4	3,9	3,9	2,5	1,5	0,8
Big Cheese Studio	10,0	6,3	6,1	7,9	4,4	4,0
BoomBit	8,2	5,7	4,9	3,0	2,4	2,3
CD Projekt	42,5	34,5	45,7	27,1	22,4	27,2
Creepy Jar	12,0	14,8	7,1	9,0	9,3	3,3
Huuuge Games	10,1	9,4	9,5	2,9	2,1	1,4
PCF Group	19,2	16,9	13,8	15,8	13,1	9,7
PlayWay	13,8	12,1	12,0	9,8	8,2	8,2
Ten Square Games	8,7	9,4	8,4	5,6	5,6	5,0
Mediana grupy	11,0	9,4	8,7	8,4	6,4	4,5
Forever Entertainment	9,3	5,9	5,8	7,3	3,9	3,7
Premia/dyskonto	84,4%	63,1%	66,3%	86,0%	61,1%	81,7%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	6,2	8,4	8,0	6,1	8,0	6,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]	7,5			6,8		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	7,1					

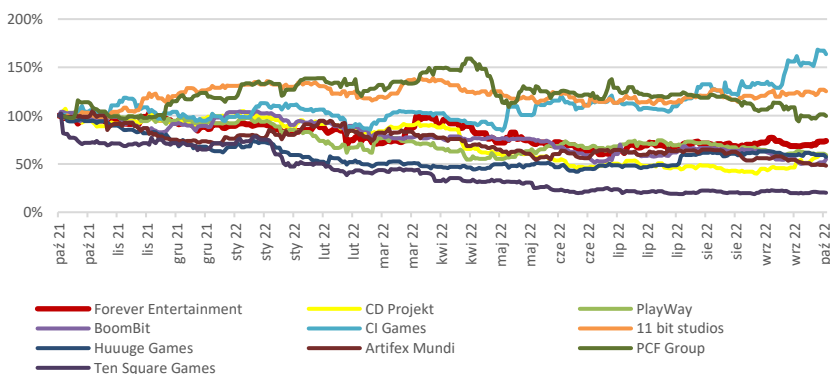
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle WIG i WIG.GAMES



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od października 2021 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 2Q'22 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Finalne wyniki Forever Entertainment za 2Q'22 okazały się delikatnie wyższe od przedstawionych wcześniej szacunków. Tak jak wskazywaliśmy w naszych ostatnich komentarzach, jesteśmy pozytywnie zaskoczeni wynikami spółki za miniony kwartał. W naszym ostatnim raporcie ([Forever Entertainment Kupuj 8,0 PLN](#)) prognozowaliśmy niższe wyniki i to przy założeniu innych ważnych debiutów w 2Q'22, które jednak nie miały miejsca w tym okresie. Na przestrzeni omawianego kwartału spółka wypracowała **17,9 mln PLN przychodów** (+227,8% r/r) - z czego 16,7 mln PLN odnosi się do przychodów ze sprzedaży produktów – wzrost o 236,4% r/r, a reszta czyli 1,2 mln PLN do zmiany stanu produktów – wzrost o 142,6% r/r. Największy wpływ na wzrost przychodów FOR w 2Q'22 miała premiera gry „THE HOUSE OF THE DEAD: Remake”, która wygenerowała najwyższe przychody ze sprzedaży popremierowej w dotychczasowej historii spółki. Szacujemy, że w omawianym okresie sprzedaż tego tytułu kształtowała się na poziomie ok. 130 tys. kopii – uwzględniając przedpłaty i otrzymane zaliczki (vs nasze założenia 240 tys. w całym 2022r., 11,5 mln PLN przychodu w całym 2022r. z tego 3,8 mln PLN dla FOR), co odbieramy pozytywnie. **Koszty działalności operacyjnej spółki** w 2Q'22 wzrosły o 4,0 mln PLN, tj. o 55,1% r/r do wartości 11,2 mln PLN. Wzrost tej pozycji spółki związany był w największym stopniu ze wzrostem kosztów usług obcych o 4,3 mln PLN, tj. o 81,5% r/r do kwoty 9,6 mln PLN za 2Q'22. Warto dodać, że kwota usług obcych obejmuje wartość rezerwy w wysokości 1,2 mln PLN, utworzonej po raz pierwszy na przyszłe koszty rozliczeń z kontrahentami z tytułu ich udziału w zyskach ze sprzedaży gier („revenue share”). Bez tej rezerwy zyski operacyjne i brutto spółki byłyby wyższe o 1,2 mln PLN, a zysk netto o 1,0 mln PLN. Drugim istotnym kosztem operacyjnym były koszty wynagrodzeń i ubezpieczeń społecznych za 2Q'22 wyniosły łącznie 1,3 mln PLN i były niższe o 17,8% r/r w porównaniu do 2Q'21. Analizując koszty usług obcych, pozytywnie zaskakuje nas podział przychodów z deweloperem gier i właścicielem IP, według naszych szacunków w 2Q'22 kształtuje się on na poziomie ok. 35-40% (vs 67% nasze założenia z ostatniej rekomendacji), zwracamy jednak uwagę, że w kolejnych kwartałach może być on wyższy, ze względu na pierwszeństwo zwrotu kosztów produkcji i wydania tej gry. Spodziewamy się, że mimo to będzie znacznie niższy od naszych wcześniejszych założeń. **EBIT spółki** za 2Q'22 roku wyniósł 6,8 mln PLN wobec -1,6 mln PLN EBIT w 2Q'21, co przełożyło się na wzrost o 8,5 mln PLN r/r. Wartość zysku **EBITDA** spółki za omawiany okres wyniosła 6,9 mln PLN i była wyższa od straty wykazanej w 2Q'21 o 8,3 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej, spółka rozpoznała 0,5 mln PLN dywidendy od spółki UF GAMES, a jej zysk netto za 2Q'22 wyniósł 6,0 mln PLN i był wyższy o 6,6 mln PLN w porównaniu do straty netto za 2Q'21. Na koniec 2Q'22 spółka posiadała 2,9 mln PLN środków pieniężnych i innych aktywów (+1,1 mln PLN q/q). Należności od pozostałych jednostek urosły q/q o 2,4 mln PLN do poziomu 8,2 mln PLN. Rezerwy na zobowiązania urosły q/q o 1,2 mln PLN do 3,9 mln PLN. Zobowiązania krótkoterminowe spadły q/q o 1,5 mln PLN do 6,9 mln PLN. Większość tytułów dla których jest producentem i wydawcą jest wymieniona w harmonogramie premier. **Oprócz nich spółka wraz z podmiotami z grupy realizuje także tytuły jeszcze nie ujawnione.**

Wyniki za 2Q'2022 [mln PLN]

	2Q'21	2Q'22	zmiana r/r	2Q'22S	Odchyl.	2Q'22P BDM	odchyl.	1H'21	1H'22	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	5,5	17,9	227,8%	17,7	1,3%	18,4	-2,6%	13,0	23,9	84,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	-1,8	6,7	-	-	-	7,3	-8,1%	0,6	6,5	980,8%
EBITDA skoryg.*	-1,3	8,1	-	-	-	8,0	1,6%	1,5	8,5	463,1%
EBITDA	-1,3	6,9	-	-	-	6,8	1,9%	1,5	7,3	382,2%
EBIT	-1,6	6,8	-	6,6	3,6%	6,6	3,6%	0,9	6,9	639,5%
Zysk brutto	-0,6	7,3	-	-	-	6,9	5,4%	2,0	7,5	276,4%
Zysk netto	-0,6	6,0	-	5,7	6,3%	5,7	5,7%	1,6	6,2	300,9%
Marża brutto ze sprzedaży	-11,8%	37,4%	-	-	-	37,8%	-	37,8%	27,3%	-
Marża EBITDA skoryg.	-24,2%	45,5%	-	-	-	43,6%	-	11,6%	35,5%	-
Marża EBITDA	-24,2%	38,7%	-	-	-	37,2%	-	37,2%	30,4%	-
Marża EBIT	-29,7%	38,1%	-	37,3%	-	35,9%	-	35,9%	28,8%	-
Marża zysku netto	-10,2%	33,6%	-	32,1%	-	30,8%	-	30,8%	26,0%	-

Źródło: BDM S.A., spółka; * - skoryg. o 1,2 mln PLN tj. o wartość rezerwy na przyszłe zobowiązania

Podsumowanie konferencji inwestorskiej (28.09.2022r.):

- Forever Entertainment przygotowuje do wprowadzenia na NewConnect spółki Storm Trident oraz francuskiej TA Publishing.
- Storm Trident pracuje obecnie nad grą "Front Mission 2nd Remake. Pierwotny tytuł był wydany jedynie w Japonii. Obecnie wersja remake ma być wydana na Zachodzie. Ponadto spółka tworzy grę "Night Slasher Remake" i kolejne niezapowiedziane tytuły.
- Forever Entertainment prowadzi zaawansowane rozmowy na temat pozyskania kolejnych licencji na wydanie remake'ów kolejnych klasycznych gier, "**znacznie większych niż dotychczas**".
- Grupa opracowała lub przygotowuje wersje remake takich gier, jak "Panzer Dragoon", "House of Dead" (w ocenie prezesa spółki, seria ma potencjał do długoterminowej i ponadprzeciętnej sprzedaży), czy "Front Mission".
- „Front Mission 1st Remake” pojawi się w listopadzie, trwają przygotowania do akcji marketingowej. **Projekt ten, powstaje**

ze wsparciem naszego zespołu wewnętrznego. Będzie miał wpływ na wyniki i rozwój firmy. Po 'Panzer Dragoon' i 'House of Dead' rośnie zainteresowanie przekazywaniem tytułów do remake, które robi spółka.

- Zdaniem spółki „Front Mission 1st Remake” będzie miał duży wpływ na jej wyniki finansowe, jak i na jej rozpoznawalność na rynku. Każdy jest w stanie dość łatwo stwierdzić szukając informacji o First Mission, że jest to o wiele większa gra niż House of Dead.
- Już od ponad roku Storm Trident pracuje w nad Front Mission 2 Remake i jest obecnie jej największym projektem. Premiera gry została zaplanowana na przyszły rok. Storm Trident pracuje nad jeszcze jednym projektem - grą Night Slashers Remake.
- Nad remake'iem trzeciej części Front Mission pracuje spółka zależna Megapixel i również prace nad tym tytułem trwają od ok. roku. Zaawansowany jest remake gry Fear Effect („gra wyjdzie szybciej niż nam się wydaje”).
- "Fear Effect Reinvented" – spółka ma nadzieję, że to jest coś, co pokaże potencjalnym partnerom czy właścicielom licencji, że poza pracą na remake'ami FOR może też stworzyć tę grę od początku w oparciu o licencję, np. w taki sposób jak w przypadku Resident Evil 2".

Dalsza perspektywa 2022r.

Spodziewamy się, że 3Q'22 sprzedało się ok. 35-40 tys. kopii gry „THoTD”, a w całym minionym kwartale spółka wypracowała 10,7 mln PLN przychodów (+40% r/r). W związku z dalszą intensywną rozbudową zespołów i presją płacową spodziewamy się istotnego wzrostu wynagrodzeń. Na poziomie wyniku EBIT prognozujemy 1,6 mln PLN. Szacujemy, że zysk netto w omawianym okresie wyniósł 1,3 mln PLN. Przez fakt na duże zaangażowani MegaPixel w inne projekty, przesuwamy „PD2” w naszym modelu na początek 2023r. Ponadto mając na uwadze ostatnie informacje o zaawansowaniu prac nad „Fear Effect Reinvented” spodziewamy się debiutu gry w 1Q'23. Pomimo tych przesunięć prognozujemy, że FOR w całym 2022 r. wypracuje 58,5 mln PLN przychodów, 18,1 mln PLN EBIT oraz 15,4 mln PLN zysku netto.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22P	4Q'22P
Przychody	2,5	3,9	4,0	3,3	6,5	8,5	8,2	4,1	7,5	5,5	7,7	5,2	6,0	17,9	10,7	23,9
Zysk brutto ze sprzedaży	0,9	1,3	1,2	-0,6	4,2	2,2	1,5	-0,3	2,4	-1,8	1,6	-1,5	-0,2	6,7	1,6	9,6
EBITDA	1,1	1,9	2,1	0,6	4,5	2,7	1,9	0,1	2,8	-1,3	2,1	-1,4	0,3	6,9	1,7	9,7
EBIT	1,0	1,5	1,4	-0,4	4,2	2,5	1,6	-0,2	2,6	-1,6	1,8	-1,7	0,0	6,8	1,6	9,6
Wynik brutto	1,0	3,7	1,4	1,0	4,2	12,4	1,7	-0,3	2,6	-0,6	2,0	-1,7	0,2	7,3	1,6	9,6
Wynik netto	1,0	3,5	1,2	0,8	3,6	9,8	1,4	-0,6	2,1	-0,6	1,6	-1,6	0,2	6,0	1,3	7,9
marża brutto	37,6%	35,0%	29,3%	-	64,9%	25,6%	17,7%	-7,7%	31,6%	-32,3%	21,3%	-28,1%	-2,9%	37,4%	15,0%	40,4%
marża EBITDA	41,9%	48,9%	52,1%	16,9%	69,2%	32,1%	22,8%	1,5%	37,8%	-24,2%	26,8%	-26,1%	5,8%	38,7%	16,0%	40,8%
marża EBIT	39,6%	38,5%	35,1%	-	64,9%	28,9%	19,4%	-5,2%	34,1%	-29,7%	23,0%	-31,9%	0,7%	38,1%	15,0%	40,4%
marża netto	38,5%	91,1%	29,2%	23,5%	56,4%	114,8%	17,2%	-14,2%	28,2%	-10,2%	20,6%	-29,9%	3,3%	33,6%	12,3%	32,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2022-2031 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	9,8	13,7	27,3	25,8	58,5	100,0	95,2	85,1	79,0	85,1	88,7	98,2	95,7	103,6
Zysk brutto ze sprzedaży	3,0	2,9	7,5	0,8	17,8	29,6	30,4	25,7	22,4	24,0	24,8	28,0	26,9	28,6
EBITDA	3,9	5,6	9,2	2,2	18,7	30,0	30,8	26,2	22,8	24,4	25,2	28,4	27,4	29,1
EBIT	3,4	3,5	8,0	1,0	18,1	29,6	30,4	25,7	22,4	24,0	24,8	28,0	26,9	28,6
Wynik brutto	3,3	7,1	18,1	2,3	18,7	29,6	30,4	25,7	22,4	24,0	24,8	28,0	26,9	28,6
Wynik netto	3,3	6,4	14,3	1,6	15,4	24,2	24,9	21,1	18,3	19,7	20,3	23,0	22,0	23,5
marża brutto	30,7%	21,2%	27,5%	3,0%	30,4%	29,5%	31,9%	30,2%	28,3%	28,2%	27,9%	28,5%	28,1%	27,6%
marża EBITDA	40,2%	40,8%	33,5%	8,5%	32,0%	30,0%	32,4%	30,7%	28,8%	28,7%	28,4%	29,0%	28,6%	28,1%
marża EBIT	34,2%	25,4%	29,4%	4,0%	31,0%	29,5%	31,9%	30,2%	28,3%	28,2%	27,9%	28,5%	28,1%	27,6%
marża netto	33,5%	46,9%	52,3%	6,1%	26,3%	24,2%	26,2%	24,8%	23,2%	23,1%	22,9%	23,4%	23,0%	22,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

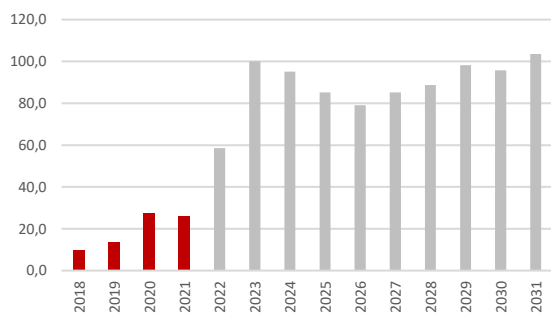
Zmiana prognoz względem poprzedniej rekomendacji wynika z przesunięć m.in. takich gier jak: „Fear Effect Reinvented”, „PD2” na 2023r. oraz uwzględnienie w naszym modelu „Front Mission 3” w przyszłym roku. Wzrost rentowności to m.in. pokłosie lepszej rentowności gry „THoTD” od naszych oczekiwań i spodziewanej wyżej marżowości na IP „FM”. Z drugiej strony w związku z dalszą intensywną rozbudową zespołów i presją płacową uwzględniamy istotny wzrost kosztu wynagrodzeń.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 24.03.2022 [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	66,2	58,5	-11,6%	84,6	100,0	18,2%	75,4	95,2	26,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	20,5	17,8	-13,2%	20,0	29,6	47,8%	20,4	30,4	49,0%
EBITDA	21,7	18,7	-13,7%	21,2	30,0	41,3%	21,6	30,8	42,6%
EBIT	20,5	18,1	-11,5%	20	29,6	47,8%	20,4	30,4	49,0%
Wynik brutto	20,5	18,7	-8,7%	20	29,6	47,8%	20,4	30,4	49,0%
Wynik netto	16,8	15,4	-8,4%	16,4	24,2	47,8%	16,7	24,9	49,3%
marża brutto	31,0%	30,4%	-	23,7%	29,5%	27,0%	31,9%	31,9%	0,0%
marża EBITDA	32,7%	32,0%	-	25,0%	30,0%	28,6%	32,4%	32,4%	0,0%
marża EBIT	31,0%	31,0%	0,0%	23,7%	29,5%	27,0%	31,9%	31,9%	0,0%
marża netto	25,4%	26,3%	3,5%	19,4%	24,2%	22,2%	26,2%	26,2%	0,0%
USD/PLN	4,275	4,567	6,8%	4,460	5,206	16,7%	4,530	5,328	17,6%

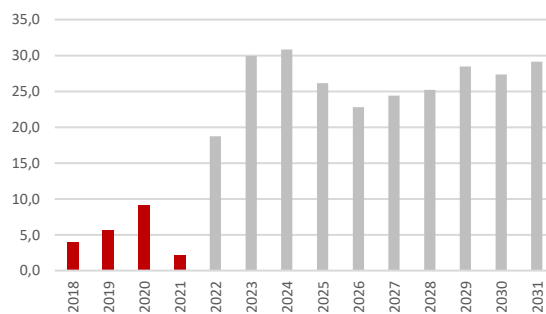
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody [mln PLN]



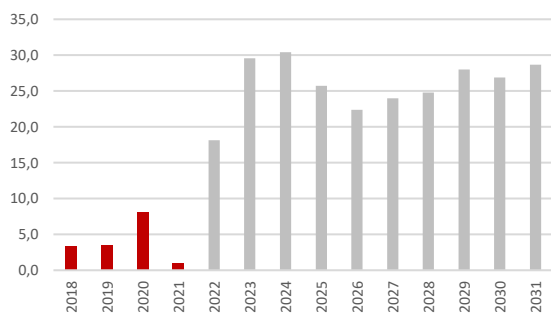
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



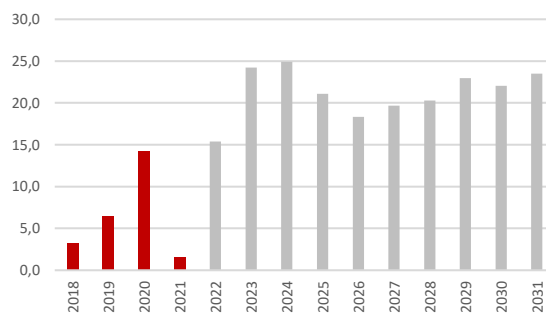
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



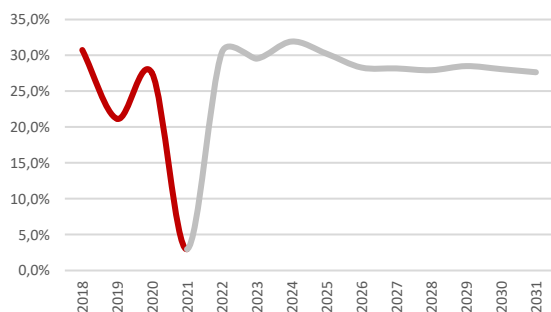
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



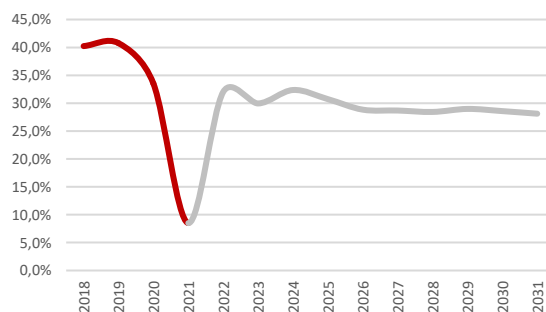
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 od 1Q'19

Marża brutto [%]



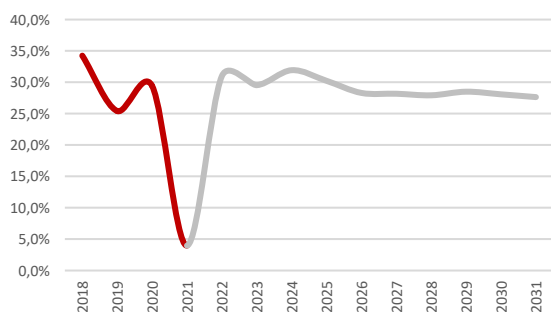
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA [%]



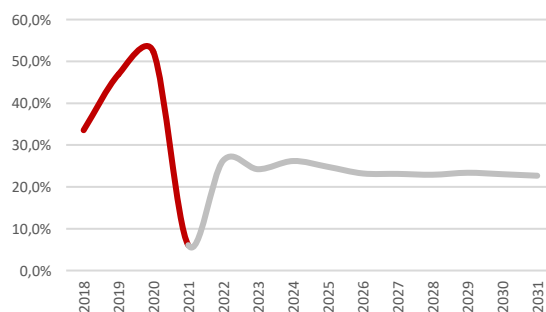
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBIT [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Aktywa trwałe	14,8	24,3	25,2	27,1	27,2	27,2	27,2	27,2	27,3	27,4	27,5	27,5	27,6
Wartości niematerialne	4,4	3,4	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Inwestycje długoterminowe	5,1	15,0	15,6	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5,1	5,8	7,2	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Aktywa obrotowe	4,9	11,3	18,7	41,2	68,6	66,9	68,8	65,9	68,4	69,7	74,0	72,4	75,3
Zapasy	1,3	1,7	5,3	21,5	17,0	18,9	20,1	21,4	22,7	24,1	25,5	26,7	28,4
Należności z tytułu dostaw i usług	2,4	4,0	5,4	8,3	21,1	14,1	13,6	13,5	14,7	15,4	17,0	16,4	17,9
Inwestycje krótkoterminowe	0,3	4,0	5,2	7,8	26,9	30,3	31,4	27,4	27,4	26,6	27,8	25,6	25,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,3	4,0	4,8	7,4	26,5	29,9	31,1	27,0	27,0	26,2	27,5	25,2	25,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,8	1,7	2,9	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Aktywa razem	19,6	35,6	44,0	68,3	95,8	94,1	96,0	93,1	95,7	97,0	101,4	99,9	103,0
Kapitał własny	16,6	30,6	31,8	46,6	65,4	72,2	74,6	71,8	73,2	73,8	76,4	75,5	77,0
Rezerwy na zobowiązania	0,7	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Zobowiązania długoterminowe	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania krótkoterminowe	0,9	1,5	9,2	19,0	27,6	19,2	18,6	18,5	19,8	20,5	22,2	21,6	23,2
Pasywa razem	19,6	35,6	44,0	68,3	95,8	94,1	96,0	93,1	95,7	97,0	101,4	99,9	103,0
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	13,7	27,3	25,8	58,5	100,0	95,2	85,1	79,0	85,1	88,7	98,2	95,7	103,6
Wynik brutto ze sprzedaży	2,9	7,5	0,8	17,8	29,6	30,4	25,7	22,4	24,0	24,8	28,0	26,9	28,6
EBITDA	5,6	9,2	2,2	18,7	30,0	30,8	26,2	22,8	24,4	25,2	28,4	27,4	29,1
Amortyzacja	1,0	1,1	1,2	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
EBIT	3,5	8,0	1,0	18,1	29,6	30,4	25,7	22,4	24,0	24,8	28,0	26,9	28,6
Wynik brutto	7,1	18,1	2,3	18,7	29,6	30,4	25,7	22,4	24,0	24,8	28,0	26,9	28,6
Wynik netto	6,4	14,3	1,6	15,4	24,2	24,9	21,1	18,3	19,7	20,3	23,0	22,0	23,5
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
CF operacyjny	11,1	3,4	1,1	3,5	24,9	22,0	20,3	17,5	18,9	19,4	22,1	21,3	22,4
CF inwestycyjny	-9,5	0,3	-0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
CF finansowy	-2,2	-0,1	-0,1	-0,8	-5,4	-18,2	-18,7	-21,1	-18,3	-19,7	-20,3	-23,0	-22,0
CF netto	-0,6	3,7	0,8	2,6	19,1	3,4	1,2	-4,1	0,0	-0,8	1,2	-2,2	-0,2
Środki pieniężne na początek okresu	0,7	0,3	4,0	4,8	7,4	26,5	29,9	31,1	27,0	27,0	26,2	27,5	25,2
Środki pieniężne na koniec okresu	0,3	4,0	4,8	7,4	26,5	29,9	31,1	27,0	27,0	26,2	27,5	25,2	25,0
Dynamiki / marże / wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody zmiana r/r	40,1%	99,0%	-5,4%	126,5%	70,9%	-4,8%	-10,6%	-7,2%	7,8%	4,1%	10,8%	-2,5%	8,3%
EBITDA zmiana r/r	41,9%	63,6%	-76,0%	752,4%	59,9%	2,8%	-15,1%	-12,9%	7,2%	3,2%	12,9%	-3,8%	6,5%
EBIT zmiana r/r	4,0%	130,4%	-87,2%	1667,7%	62,9%	2,9%	-15,3%	-13,1%	7,3%	3,2%	13,0%	-3,9%	6,5%
Wynik netto zmiana r/r	95,9%	121,7%	-89,0%	882,0%	57,4%	2,9%	-15,3%	-13,1%	7,3%	3,2%	13,0%	-3,9%	6,5%
Marża brutto na sprzedaży	21,2%	27,5%	3,0%	30,4%	29,5%	31,9%	30,2%	28,3%	28,2%	27,9%	28,5%	28,1%	27,6%
Marża EBITDA	40,8%	33,5%	8,5%	32,0%	30,0%	32,4%	30,7%	28,8%	28,7%	28,4%	29,0%	28,6%	28,1%
Marża EBIT	25,4%	29,4%	4,0%	31,0%	29,5%	31,9%	30,2%	28,3%	28,2%	27,9%	28,5%	28,1%	27,6%
Marża netto	46,9%	52,3%	6,1%	26,3%	24,2%	26,2%	24,8%	23,2%	23,1%	22,9%	23,4%	23,0%	22,7%
ROE	38,8%	46,7%	4,9%	33,0%	37,0%	34,5%	28,3%	25,5%	26,9%	27,5%	30,0%	29,2%	30,5%
ROA	32,8%	40,1%	3,6%	22,5%	25,3%	26,5%	22,0%	19,7%	20,6%	20,9%	22,6%	22,1%	22,8%
Dług netto [mln PLN]	0,0	-3,8	-4,7	-7,4	-26,4	-29,8	-31,0	-26,9	-27,0	-26,2	-27,4	-25,2	-25,0
Dług netto/Kapitał własny	0,3%	-12,4%	-14,9%	-15,8%	-40,4%	-41,3%	-41,5%	-37,5%	-36,8%	-35,5%	-35,8%	-33,3%	-32,4%
Dług netto/EBITDA	0,0	-0,4	-2,2	-0,4	-0,9	-1,0	-1,2	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
Dług netto/EBIT	0,0	-0,5	-4,6	-0,4	-0,9	-1,0	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-1,0	-0,9	-0,9
EV [mln PLN]	137,4	133,6	132,6	136,0	116,9	113,5	112,4	116,4	116,4	117,2	115,9	118,2	118,4
CAPEX/Przychody	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CAPEX/Amortyzacja	9,2	0,0	0,1	0,5	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Amortyzacja/Przychody	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana KO/Przychody	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana KO/Zmiana przychodów	0,7	0,1	1,8	0,3	0,0	-0,7	-0,1	-0,2	0,2	0,4	0,1	-0,5	0,2
MC/S	10,0	5,0	5,3	2,4	1,4	1,5	1,7	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4
P/E	21,3	9,6	87,6	9,3	5,9	5,8	6,8	7,8	7,3	7,1	6,2	6,5	6,1
P/BV	8,3	4,5	4,3	3,1	2,2	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
P/CE	102,3	18,1	1,6	10,9	4,8	4,4	3,6	3,6	3,8	4,1	4,4	4,6	4,9
EV/EBITDA	24,6	14,6	60,3	7,3	3,9	3,7	4,3	5,1	4,8	4,6	4,1	4,3	4,1
EV/EBIT	39,4	16,6	129,2	7,5	4,0	3,7	4,4	5,2	4,9	4,7	4,1	4,4	4,1
EV/S	10,0	4,9	5,1	2,3	1,2	1,2	1,3	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
BVPS	0,6	1,1	1,2	1,7	2,4	2,7	2,7	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8
EPS	0,2	0,5	0,1	0,6	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9
CEPS	0,0	0,3	3,1	0,5	1,1	1,2	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,8	5,4	18,2	18,7	21,1	18,3	19,7	20,3	23,0	22,0
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Dyideld	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	3,8%	12,7%	13,0%	14,7%	12,8%	13,7%	14,2%	16,0%	15,4%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	52,1%	35,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 5,27PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Madziar

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

Kajetan Sroczynski

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	7,2	kupuj	8,0	12.10.2022	11:30 CET	5,27	46 169
kupuj	8,0	kupuj	9,4	24.03.2022	08:00 CET	5,23	64 374
kupuj	9,4	-	-	01.09.2021	07:00 CEST	5,92	70 930

**Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego*

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
		liczba	%
Kupuj	4	57%	100%
Akumuluj	2	29%	0%
Trzymaj	0	0%	0%
Redukuj	0	0%	0%
Sprzedaj	1	14%	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego Klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 12.10.2022 roku (11:30 CET). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyceniane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

BDM 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 wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 12.10.2022 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.