



Dom Maklerski BDM S.A.

FOREVER ENTERTAINMENT

RAPORT ANALITYCZNY

Wyniki Forever Entertainment za 4Q'22 na poziomie skoryg. EBITDA i zysku netto okazały się znacznie lepsze od naszych oczekiwań, a w całym 2022 r. wypracowała rekordowe odczyty (15,0 mln PLN skoryg. EBITDA czyli +582% r/r oraz 11,9 mln PLN zysku netto czyli +659% r/r). W bieżący rok spółka wchodzi z zaawansowanymi produkcjami wielu remaków. W całym 2023 r. zakładamy debiuty m.in. takich tytułów jak „FM2”, „PD2”, „Shadowgate 2” czy „Fear Effect: Reinvented”. Biorąc pod uwagę duże zagęszczenie istotnych premier, oczekujemy, że FOR znacząco przeskakuje swoje wyniki. Prognozujemy, że spółka w całym 2023 r. wypracuje 19,3 mln PLN zysku netto (+62% r/r), co przekłada się na wskaźnik P/E na atrakcyjnym poziomie 7x. Mając powyższe na uwadze utrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ dla spółki Forever Entertainment ustalając cenę docelową na poziomie 6,8 PLN/akcję czyli 41% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Dobre wyniki za 4Q'22

Wyniki Forever Entertainment za 4Q'22 na poziomie skoryg. EBITDA i zysku netto okazały się znacznie lepsze od naszych oczekiwań. Na przestrzeni omawianego kwartału spółka wypracowała 9,5 mln PLN przychodów (+82,3% r/r) - z czego 8,9 mln PLN odnosi się do przychodów ze sprzedaży produktów (wzrost o 92,6% r/r), co było poziomem zbliżonym do naszych prognoz. Największy wpływ na wzrost przychodów spółki w 4Q'22 miała premiera gry „FRONT MISSION 1st: Remake” (według naszych szacunków w omawianym kwartale sprzedała się w nakładzie ok. 50 tys. kopii wyłącznie na NS) oraz sprzedaż wydanej na przestrzeni 2022 r. „THE HOUSE OF THE DEAD: Remake” (na wszystkich głównych platformach). Pozytywnie zaskoczyły nas koszty działalności operacyjnej (7,0 mln PLN), w szczególności usług obcych (4,7 mln PLN), które okazały się niższe od naszych prognoz. EBIT spółki za 4Q'22 roku wyniósł 2,5 mln PLN (vs -1,7 mln PLN w 4Q'21), natomiast skoryg. EBIT 5,2 mln PLN. EBITDA FOR za omawiany okres wyniosła 2,6 mln PLN (vs -1,4 mln PLN w 4Q'21), skoryg. EBITDA sięgnęła 5,3 mln PLN. Zysk netto za w ostatnim kwartale 2022 r. wyniósł 1,6 mln PLN (vs 1,6 mln PLN straty netto w 4Q'21), natomiast skoryg. zysk netto był równy 3,8 mln PLN.

Wizja intensywnego 2023 r., dalsze przeskakiwanie biznesu

W 2023 r. spółka wkroczyła bez większych premier, jednak już 2Q'23 będzie wyglądać znacznie ciekawiej pod tym względem. 25 kwietnia zadebiutował „Magical Drop 6”, a kilka tygodni później na rynku pojawił się „Front Mission 2: Remake” (tak jak wskazywaliśmy w naszej ostatniej rekomendacji wydawca pokusił się o nowy rodzaj kampanii sprzedażowych dla tego IP, wydając kolejne części w odstępach zaledwie półrocznych). Mając na uwadze informacje zawarte w raporcie rocznym oraz wypowiedzi zarządu dotyczące zaawansowania poszczególnych produkcji spodziewamy się, że w bieżącym roku spółka wyda jeszcze 5 remaków, w tym: „Panzer Dragoon 2”, „The House of The Dead 2”, „Fear Effect: Reinvented”, „Night Slashers: Remake” oraz „Shadowgate 2”. Zważając na tak duże zagęszczenie istotnych premier, oczekujemy, że FOR znacząco przeskakuje swoje wyniki. Prognozujemy, że spółka w całym 2023 r. wypracuje 76,6 mln PLN przychodów (+70% r/r), 23,7 mln PLN EBIT (+64% r/r) oraz 19,3 mln PLN zysku netto (+62% r/r).

Kontynuacja dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami

Przy okazji publikacji wyników spółka poinformowała o zamiarze rekomendacji wypłaty 0,1 PLN dywidendy na akcję z zysku 2022 roku. Na ten cel ma trafić 2,7 mln PLN z 9,7 mln PLN ubiegłorocznego zysku (DY = 2,1%). Będzie to drugi raz w historii spółki, kiedy spółka Forever Entertainment wypłaci dywidendę. Liczymy, że spółka również w kolejnych latach będzie kontynuowała dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami. W związku z oczekiwaną progresją wyników w 2023 r. liczymy, na wzrost DPS do poziomu 0,2 PLN.

Dalsze plany rozwoju spółki

Pragniemy zwrócić uwagę, że Forever Entertainment przygotowuje się realizacji kolejnych projektów i negocjuje pozyskanie IP, które w ocenie spółki znacznie przekraczają potencjał sprzedażowy ujawnionych do tej pory tytułów. 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 licencje (np. w taki sposób jak w przypadku „Resident Evil 2”).

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	27,3	25,8	45,1	76,6	92,0	81,0
EBITDA [mln PLN]	9,2	2,2	15,0	24,1	29,7	25,7
EBIT [mln PLN]	8,0	1,0	14,4	23,7	29,3	25,4
Wynik brutto [mln PLN]	18,1	2,3	12,1	23,7	29,3	25,4
Wynik netto [mln PLN]	14,3	1,6	11,9	19,3	23,9	20,7
P/BV	4,3	4,1	3,3	2,3	1,7	1,4
P/E	9,1	83,3	11,0	6,8	5,5	6,3
EV/EBITDA	13,8	57,2	8,5	4,6	3,1	3,0
EV/EBIT	15,8	122,6	8,8	4,7	3,1	3,1
DPS	0	0	0,0	0,1	0,2	0,2
DY	0,0%	0,0%	0,6%	2,1%	3,7%	4,6%

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

KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 6,8 PLN

27 KWIECZNIA 2023, 09:40 CEST

Wycena końcowa [PLN]	6,8
Potencjał do wzrostu	41%
Koszt kapitału	16,8%
Cena rynkowa [PLN]	4,80
Kapitalizacja [mln PLN]	130,6
Ilość akcji [mln. szt.]	27,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,7
Stopa zwrotu za 3 mc	-9,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-17,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-0,3%
Struktura akcjonariatu:	
Marek Bednarski z osobami powiązanymi	24,7%
Grzegorz Maciąg	9,7%
Zbigniew Dębicki	8,0%
Pozostali	62,4%

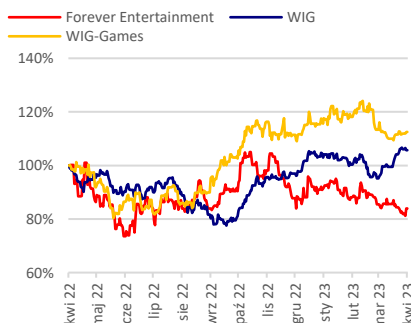
Krzysztof Tkocz

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:

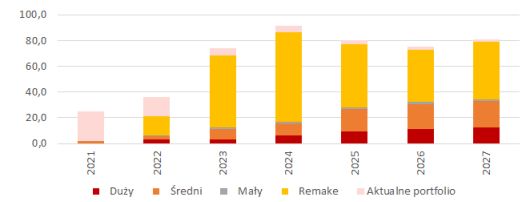
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 4Q'22	8
PROGNOZA NA 1Q'23 I NA KOLEJNE OKRESY	10
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	13

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

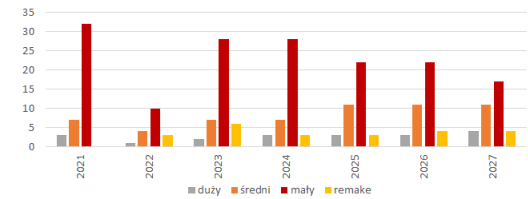
Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	27,3	25,8	45,1	76,6	92,0	81,0	75,7
Zysk brutto ze sprzedaży	7,5	0,8	11,3	23,7	29,3	25,4	23,1
SG&A	19,8	25,1	33,8	52,9	62,6	55,6	52,6
PPO/PKO	0,5	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	9,2	2,2	12,3	24,1	29,7	25,7	23,3
EBIT	8,0	1,0	11,7	23,7	29,3	25,4	23,1
Zysk brutto	18,1	2,3	12,1	23,7	29,3	25,4	23,1
Zysk netto	14,3	1,6	9,7	19,3	23,9	20,7	18,8
Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	24,3	25,2	29,5	29,2	29,0	28,9	28,7
Wartości niematerialne	3,4	2,3	1,9	1,8	1,6	1,4	1,2
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Investycje długoterminowe	15,0	15,6	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5,8	7,2	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
Aktywa obrotowe	11,3	18,7	18,9	42,0	62,7	77,5	85,8
Zapasy	1,7	5,3	5,9	5,9	6,3	6,7	7,1
Należności z tytułu dostaw i usług	4,0	5,4	5,6	12,3	13,5	14,4	14,1
Investycje krótkoterminowe	4,0	5,2	5,2	21,6	40,7	54,1	62,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4,0	4,8	3,6	19,9	39,1	52,5	60,7
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,7	2,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Aktywa razem	35,6	44,0	48,4	71,3	91,8	106,3	114,5
Kapitał własny	30,6	31,8	39,9	56,4	75,5	90,2	98,6
Rezerwy na zobowiązania	2,6	2,7	2,9	2,7	2,7	2,7	2,7
Zobowiązania długoterminowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	1,5	9,2	5,6	12,1	13,5	13,4	13,1
Pasywa razem	35,6	44,0	48,4	71,3	91,8	106,3	114,5
Dług netto	-3,8	-4,7	-3,5	-19,9	-39,0	-52,4	-60,7
Dług netto/ Kapitał własny	-12,4%	-14,9%	-8,8%	-35,3%	-51,7%	-58,2%	-61,5%
Dług netto/ EBITDA	-0,4	-2,2	-0,2	-0,8	-1,3	-2,0	-2,6
Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	3,4	1,1	0,7	19,3	24,1	19,5	18,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,3	-0,2	-1,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Przepływy z działalności finansowej	-0,1	-0,1	-0,8	-2,7	-4,8	-6,0	-10,3
Przepływy pieniężne netto	3,7	0,8	-1,2	16,4	19,1	13,4	8,2
Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E	9,1	83,3	11,0	6,8	5,5	6,3	7,0
P/BV	4,3	4,1	3,3	2,3	1,7	1,4	1,3
EV/ EBITDA	13,8	57,2	8,5	4,6	3,1	3,0	3,0
EV/EBIT	15,8	122,6	8,8	4,7	3,1	3,1	3,0
EV/S	4,6	4,9	2,8	1,4	1,0	1,0	0,9
MC/S	4,8	5,1	2,9	1,7	1,4	1,6	1,7
BVPS	1,1	1,2	1,5	2,1	2,8	3,3	3,6
EPS	0,5	0,1	0,4	0,7	0,9	0,8	0,7
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4
Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	99,0%	-5,4%	74,5%	69,9%	20,0%	-11,9%	-6,6%
EBITDA zmiana r/r	63,6%	-76,0%	458,8%	95,9%	23,3%	-13,4%	-9,2%
Zysk netto zmiana r/r	121,7%	-89,0%	518,6%	98,8%	23,8%	-13,4%	-9,2%
Marża brutto na sprzedaży	27,5%	3,0%	25,1%	30,9%	31,9%	31,3%	30,5%
Marża EBITDA	33,5%	8,5%	27,2%	31,4%	32,3%	31,7%	30,8%
Marża EBIT	29,4%	4,0%	26,0%	30,9%	31,9%	31,3%	30,5%
Marża netto	52,3%	6,1%	21,5%	25,2%	26,0%	25,5%	24,8%
ROE	46,7%	4,9%	29,9%	34,2%	31,6%	22,9%	19,0%
ROA	40,1%	3,6%	24,6%	27,1%	26,0%	19,4%	16,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * obliczone przy cenie rynkowej 4,80 PLN.

FOR - skumulowany udział poszczególnych produkcji w przychodach [mln PLN]



FOR - ilość wydawanych gier ze względu na potencjał monetaryzacji



Główne założenia	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	74,4	91,5	80,6	75,2
Najważniejsze tytuły:				
Uboat	0,7	0,4	0,2	0,1
The House of the Dead: Remake	4,3	2,1	1,2	0,8
The House of the Dead 2	10,8	8,0	4,1	2,0
Panzer Dragoon II Zwei	5,2	1,7	0,8	0,5
Fear Effect Reinvented	1,1	0,5	0,3	0,1
Shadowgate 2	4,3	1,6	0,8	0,4
Iesabel Remake	3,3	1,5	0,8	0,4
Front Mission 1st: Remake	7,4	2,3	1,0	0,7
Front Mission 2: Remake	19,6	11,4	5,5	3,0
Front Mission 3: Remake	0,0	24,6	10,1	4,3
Podział na potencjał monetaryzacji:				
Nowe gry:				
Duży	3,4	6,0	9,4	11,5
Średni	8,1	9,7	17,4	19,3
Mały	0,8	1,2	1,5	1,5
Remake	56,0	69,4	48,6	40,4
Aktualne portfolio	6,1	5,3	3,7	2,6
Ilość wydawanych gier:				
Podział na potencjał monetaryzacji:	43,0	45,0	44,0	45,0
Duży	2,0	3,0	3,0	3,0
Średni	7,0	7,0	11,0	11,0
Mały	28,0	28,0	22,0	22,0
Remake	6,0	7,0	8,0	9,0
USD/PLN	4,248	4,371	4,355	4,355

Główne czynniki ryzyka: 1) Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidzianego 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 6,3 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 7,8 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 183,9 mln PLN, czyli **6,8 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	172,2	6,3	30%
B	Wycena porównawcza	211,3	7,8	59%
C = (70%*A + 30%*B)		183,9	6,8	39%

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 6,0%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 3,0% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o niższej kapitalizacji i ograniczonej płynności jakim jest Forever Entertainment.

Główne założenia modelu:

- W 2023 r. spółka weszła bez większych premier, jednak już 2Q'23 będzie wyglądał znacznie ciekawiej pod tym względem. 25 kwietnia zadebiutował „Magical Drop 6”, a kilka tygodni później na rynku pojawi się „Front Mission 2: Remake”. Mając na uwadze informacje zawarte w raporcie rocznym oraz wypowiedzi zarządu dotyczące zaawansowania poszczególnych produkcji spodziewamy się, że w bieżącym roku spółka wyda jeszcze 5 remaków, w tym: „PD2”, „THoTD2”, „Fear Effect: Reinvented”, „Night Slashers: Remake” oraz „Shadowgate 2”. Zważając na tak duże zagęszczenie istotnych premier, oczekujemy, że FOR znacząco przeskakuje swoje wyniki. Prognozujemy, że spółka w całym 2023 r. wypracuje 76,6 mln PLN przychodów (+70% r/r), 23,7 mln PLN EBIT (+64% r/r) oraz 19,3 mln PLN zysku netto (+62% r/r).
- W naszym modelu zakładamy koncentrację mocy produkcyjnych spółki na projektach o wyższym potencjale monetyzacji. Oczekujemy, 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 2032 r.) będzie cechowała 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 50-250 tys. PLN/ 0,6-0,9 mln PLN/ 1-2,5 mln PLN. Natomiast jeżeli chodzi o remaki, szacujemy, że ich koszt produkcji będzie się kształtował na poziomie ok. 1-2,5 mln PLN.
- W latach 24-25, 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” zakładamy udział FOR w przychodach na poziomie 40%, dla „Front Mission 1” 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 m.in. udziały w MegaPixel Studio, UF Games, Storm Trident czy TA Publishing) na poziomie 15,8 mln PLN.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2032 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 2022 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 27,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 31.08.2023 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Forever Entertainment na poziomie 172,2 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 6,3 PLN.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	76,6	92,0	81,0	75,7	81,5	86,0	95,8	91,3	100,5	104,3
EBIT [mln PLN]	23,7	29,3	25,4	23,1	25,0	26,3	29,7	27,5	30,2	31,1
Stopa podatkowa	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	4,3	5,3	4,6	4,2	4,5	4,7	5,3	5,0	5,4	5,6
NOPLAT [mln PLN]	19,4	24,0	20,8	18,9	20,5	21,6	24,3	22,6	24,8	25,5
Amortyzacja: [mln PLN]	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
CAPEX [mln PLN]	0,2	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
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]	-0,3	-0,1	-1,4	-0,4	-0,8	-0,8	-1,0	-0,8	-1,1	-0,1
FCF [mln PLN]	19,7	24,4	19,8	18,9	20,2	21,3	23,9	22,3	24,3	26,0
DFCF [mln PLN]	18,7	19,8	13,8	11,3	10,3	9,3	8,9	7,1	6,7	6,1
Suma DFCF [mln PLN]	112,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	174,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	40,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	152,9									
Dług netto 2022 [mln PLN]	-3,5									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]	15,8									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	172,2									
Ilość akcji [tys.]	27,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	6,3									

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

Przychody zmiana r/r	69,9%	20,0%	-11,9%	-6,6%	7,7%	5,6%	11,3%	-4,6%	10,0%	3,8%
EBIT zmiana r/r	64,2%	23,8%	-13,4%	-9,2%	8,5%	5,1%	12,8%	-7,3%	9,9%	2,8%
FCF zmiana r/r	27,7%	23,7%	-18,8%	-4,5%	6,9%	5,2%	12,5%	-6,7%	8,8%	6,9%
Marża EBITDA	31,4%	32,3%	31,7%	30,8%	31,0%	30,9%	31,3%	30,4%	30,4%	30,0%
Marża EBIT	30,9%	31,9%	31,3%	30,5%	30,7%	30,6%	31,0%	30,1%	30,1%	29,8%
Marża NOPLAT	25,3%	26,1%	25,7%	25,0%	25,2%	25,1%	25,4%	24,7%	24,7%	24,4%
CAPEX / Przychody	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
CAPEX / Amortyzacja	-41,2%	-41,2%	-41,2%	-41,2%	-111,3%	-111,3%	-111,3%	-111,3%	-111,3%	-111,3%
Zmiana KO / Przychody	0,3%	0,2%	1,8%	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	1,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,8%	0,9%	-13,2%	-7,1%	14,2%	18,2%	9,9%	-18,1%	11,7%	2,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
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	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%
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	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
premia za ryzyko	4,5%	6,9	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,5	7,6	7,7
	5,5%	6,5	6,5	6,6	6,7	6,7	6,8	6,9	7,0	7,1
	6,5%	6,1	6,1	6,2	6,2	6,3	6,3	6,4	6,5	6,5
	7,5%	5,7	5,8	5,8	5,8	5,9	5,9	6,0	6,0	6,1
	8,5%	5,4	5,5	5,5	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	5,7
	9,5%	5,2	5,2	5,2	5,2	5,3	5,3	5,3	5,4	5,4
	10,5%	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,1	5,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
premia za ryzyko	4,5%	7,7	7,6	7,5	7,4	7,3	7,2	7,1	7,1	7,0
	5,5%	7,1	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5
	6,5%	6,6	6,5	6,4	6,3	6,3	6,2	6,1	6,1	6,0
	7,5%	6,2	6,1	6,0	5,9	5,9	5,8	5,8	5,7	5,7
	8,5%	5,8	5,7	5,6	5,6	5,5	5,5	5,4	5,4	5,4
	9,5%	5,5	5,4	5,3	5,3	5,3	5,2	5,2	5,1	5,1
	10,5%	5,2	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9	4,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

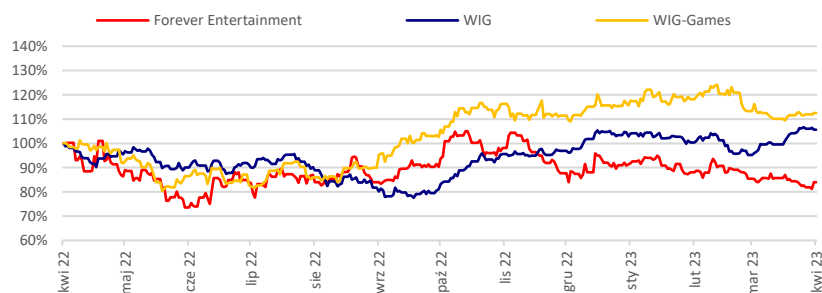
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Forever Entertainment metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **7,8 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		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
11 bit studios	26,4	8,7	9,4	24,0	5,5	6,3
Artufex Mundi	8,2	7,0	5,8	5,1	3,7	2,6
Big Cheese Studio	10,8	7,4	-	8,6	5,5	-
BoomBit	10,6	8,0	7,8	4,5	3,2	2,7
CD Projekt	27,5	44,6	54,9	17,9	26,9	26,8
Creepy Jar	21,1	8,2	9,1	16,3	6,0	5,8
Huuuge Games	10,3	10,9	11,0	3,5	3,1	3,0
PCF Group	34,8	20,2	5,6	20,9	10,5	-
PlayWay	14,9	14,9	11,4	10,4	10,2	8,4
Ten Square Games	7,1	7,4	8,1	4,2	4,2	4,0
Mediana grupy	12,9	8,4	9,2	9,5	5,5	4,9
Forever Entertainment	6,9	5,5	6,4	4,7	3,2	3,1
Premia/dyskonto	-46,6%	-34,2%	-30,5%	-50,5%	-42,5%	-36,3%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	9,1	7,4	7,0	9,1	7,4	6,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]	7,8			7,7		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	7,8					

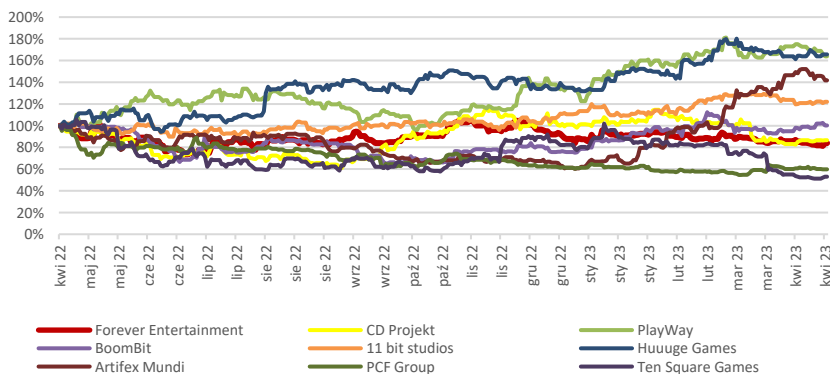
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle WIG i WIG.GAMES



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od kwietnia 2022 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 4Q'22

Komentarz BDM: Finalne wyniki Forever Entertainment za 4Q'22 na poziomie EBIT okazały się zgodne ze wcześniejszymi szacunkami, natomiast ostatecznie zysk netto był delikatnie niższy. Na przestrzeni omawianego kwartału spółka wypracowała **9,5 mln PLN przychodów (+82,3% r/r)** - z czego 8,9 mln PLN odnosi się do przychodów ze sprzedaży produktów – wzrost o 92,6% r/r (zblizone do naszych oczekiwań), a reszta czyli 0,7 mln PLN do zmiany stanu produktów – wzrost o 7,5% r/r (w naszych prognozach zakładaliśmy poziom ok 1,5 mln PLN). Największy wpływ na wzrost przychodów spółki w 4Q'22 miała premiera gry „FRONT MISSION 1st: Remake” (według naszych szacunków w omawianym kwartale sprzedała się w nakładzie ok. 50 tys. kopii wyłącznie na NS) oraz sprzedaż wydanej na przestrzeni 2022 r. „THE HOUSE OF THE DEAD: Remake” (na wszystkich głównych platformach). **Koszty działalności operacyjnej spółki w 4Q'22 wzrosły o 5,0% r/r do wartości 7,0 mln PLN.** W omawianym okresie koszty usług obcych spadły r/r o 1,2% do poziomu 4,7 mln PLN (szacowaliśmy poziom ok. 5,5 mln PLN, tym samym jesteśmy pozytywnie zaskoczeni), natomiast wynagrodzenia urosły o 16,7% r/r do 1,7 mln PLN (zgodne z naszymi prognozami). **EBIT spółki za 4Q'22 roku wyniósł 2,5 mln PLN (vs -1,7 mln PLN w 4Q'21), natomiast skoryg. EBIT 5,2 mln PLN (korekta związana ze zmianą sposobu ewidencjonowania w księgach rachunkowych pozycji „Rezerwy” = 1,43 mln PLN i „koszty prac B+R” = 1,28 mln PLN), co jest poziomem znacząco przebijającym nasze oczekiwania.** **EBITDA FOR za omawiany okres wyniosła 2,6 mln PLN (vs -1,4 mln PLN w 4Q'21), skoryg. EBITDA sięgnęła 5,3 mln PLN.** Działalność finansowa w 4Q'22 obniżyła wyniki spółki o 0,4 mln PLN. **Zysk netto za w ostatnim kwartale 2022 r. wyniósł 1,6 mln PLN (vs 1,6 mln PLN straty netto w 4Q'21), natomiast skoryg. zysk netto wyniósł 3,8 mln PLN (korekta związana ze zmianą sposobu ewidencjonowania w księgach rachunkowych pozycji „Rezerwy” = 1,16 mln PLN i „koszty prac B+R” = 1,04 mln PLN).** W 4Q'22 CF operacyjny wyniósł 1,9 mln PLN, CF inwestycyjny = -1,0 mln PLN, CF finansowy = -5 tys. PLN. Na koniec 2022 r. spółka posiadała 3,6 mln PLN środków pieniężnych i innych aktywów (+0,9 mln PLN q/q). W raporcie spółka poinformowała, że prace nad realizacją takich gier jak „FRONT MISSION 3: Remake”, a także drugich części remake'ów: „Panzer Dragoon” i „THE HOUSE OF THE DEAD” są na zaawansowanym etapie. Równolegle realizuje prace nad takimi tytułami jak: „Night Slashers: Remake”, „Shadowgate 2”, czy „Fear Effect: Reinvented”. **FOR przygotowuje się realizacji kolejnych tytułów i negocjuje pozyskanie dalszych o potencjale sprzedaży, który w ocenie spółki znacznie przekracza potencjał sprzedaży istotnych tytułów ujawnionych do tej pory. Forever Entertainment planuje wypłacić 0,1 PLN dywidendy na akcję z zysku 2022 roku. Na dywidendę ma trafić 2,7 mln PLN z 9,7 mln PLN ubiegłorocznego zysku (DY = 2,0%).**

Wyniki za 4Q'2022 [mln PLN]

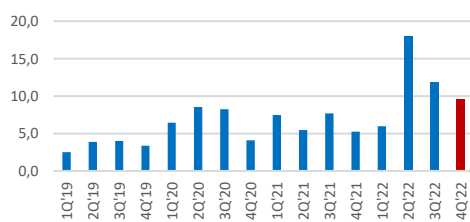
	4Q'21	4Q'22	zmiana r/r	4Q'22S	odchyl.	4Q'22P BDM	odchyl.	2021	2022	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	5,2	9,5	82,3%	9,4	1,7%	10,8	-12,1%	25,8	45,1	74,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	-1,5	2,5	-	-	-	3,3	-23,5%	0,8	11,3	1373,2%
EBITDA	-1,4	2,6	-	-	-	3,4	-23,7%	2,2	12,3	458,8%
EBITDA skoryg.*	-1,4	5,3	-	-	-	3,4	56,9%	2,2	15,0	582,1%
EBIT	-1,7	2,5	-	2,5	0,0%	3,3	-24,4%	1,0	11,7	1041,1%
EBIT skoryg.*	-1,7	5,2	-	5,2	0,0%	3,3	58,6%	1,0	14,4	1305,1%
Zysk brutto	-1,7	2,1	-	-	-	3,3	-35,9%	2,3	12,1	437,9%
Zysk netto	-1,6	1,6	-	1,9	-13,1%	2,7	-38,2%	1,6	9,7	518,6%
Zysk netto skoryg.*	-1,6	3,8	-	4,1	-6,0%	2,7	44,5%	1,6	11,9	658,9%
Marża brutto ze sprzedaży	-28,1%	26,2%	-	-	-	30,1%	3,0%	25,1%		
Marża EBITDA	-26,1%	26,9%	-	-	-	31,0%	8,5%	27,2%		
Marża EBITDA skoryg.*	-26,1%	55,4%	-	-	-	31,0%	8,5%	33,3%		
Marża EBIT	-31,9%	25,9%	-	26,4%	-	30,1%	4,0%	26,0%		
Marża EBIT skoryg.*	-31,9%	54,3%	-	55,3%	-	30,1%	4,0%	32,0%		
Marża zysku netto	-29,9%	17,2%	-	20,2%	-	24,5%	6,1%	21,5%		
Marża zysku netto skoryg.*	-29,9%	40,3%	-	43,6%	-	24,5%	6,1%	26,4%		

Źródło: BDM S.A., spółka; * - skoryg. o zmianę sposobu ewidencjonowania pozycji „Rezerwy” i „koszty prac B+R”

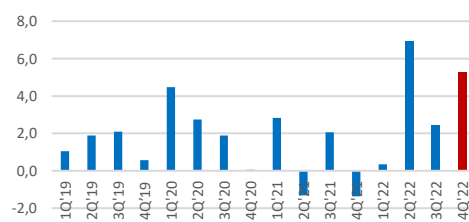
- Przychody spółki za 4Q'22 wyniosły 9,5 mln PLN i były wyższe o 82,3% r/r (z czego 8,9 mln PLN odnosi się do przychodów ze sprzedaży produktów – wzrost o 92,6% r/r, a reszta czyli 0,7 mln PLN do zmiany stanu produktów – wzrost o 7,5% r/r).
- Największy wpływ na wzrost przychodów spółki w 4Q'22 miała premiera gry “FRONT MISSION 1st: Remake” (wyłącznie na NS) oraz sprzedaż wydanej na przestrzeni 2022 r. „THE HOUSE OF THE DEAD: Remake” (na wszystkich głównych platformach).
- Koszty działalności operacyjnej spółki wzrosły o 5,0% r/r do wartości 7,0 mln PLN za 4Q'22.
- W omawianym okresie koszty usług obcych spadły r/r o 1,2% do poziomu 4,7 mln PLN, natomiast wynagrodzenia urosły o 16,7% r/r do 1,7 mln PLN.
- EBIT za 4Q'22 roku wyniósł 2,5 mln PLN (vs -1,7 mln PLN w 4Q'21), natomiast skoryg. EBIT 5,2 mln PLN (korekta związana ze zmianą sposobu ewidencjonowania w księgach rachunkowych pozycji „Rezerwy” = 1,43 mln PLN i „koszty prac B+R” = 1,28 mln PLN).

- EBITDA spółki za omawiany okres wyniosła 2,6 mln PLN (vs -1,4 mln PLN w 4Q'21), skoryg. EBITDA sięgnęła 5,3 mln PLN.
- Działalności finansowa w 4Q'22 obniżyła wyniki spółki o 0,4 mln PLN.
- Zysk netto za w ostatnim kwartale 2022 r. wyniósł 1,6 mln PLN (vs 1,6 mln PLN straty netto w 4Q'21), natomiast skoryg. zysk netto wyniósł 3,8 mln PLN (korekta związana ze zmianą sposobu ewidencjonowania w księgach rachunkowych pozycji „Rezerwy” = 1,16 mln PLN i „koszty prac B+R” = 1,04 mln PLN).
- W 4Q'22 CF operacyjny wyniósł 1,9 mln PLN, CF inwestycyjny = -1,0 mln PLN, CF finansowy = -5 tys. PLN. Na koniec 2022 r. spółka posiadała 3,6 mln PLN środków pieniężnych i innych aktywów (+0,9 mln PLN q/q).
- W omawianym okresie należności od pozostałych jednostek spadły q/q o 0,5 mln PLN do poziomu 5,6 mln PLN. Rezerwy na zobowiązania spadły q/q o 1,7 mln PLN do 2,9 mln PLN. Zobowiązania krótkoterminowe urosły q/q o 1,6 mln PLN do 5,6 mln PLN.
- Na koniec 4Q'22 zapasy urosły o 0,4 mln PLN do 5,9 mln PLN: wzrost zaliczek na dostawy i usługi o 0,4 mln PLN.
- W całym 2022 r. spółka wypracowała 45,1 mln PLN przychodów (+74,5% r/r), 15,0 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 11,9 mln PLN skoryg. zysku netto.
- **W raporcie spółka poinformowała, że prace nad realizacją takich gier jak „FRONT MISSION 3: Remake”, a także drugiej części remake'ów: „Panzer Dragoon” i „THE HOUSE OF THE DEAD” są na zaawansowanym etapie. Równolegle realizuje prace nad takimi tytułami jak: „Night Slashers: Remake”, „Shadowgate 2”, czy „Fear Effect: Reinvented”.**
- **FOR przygotowuje się realizacji kolejnych tytułów i negocjuje pozyskanie dalszych o potencjale sprzedaży, który w ocenie spółki znacznie przekracza potencjał sprzedażowy istotnych tytułów ujawnionych do tej pory.** Zgodnie z przyjętą polityką informacyjną spółka będzie prezentować kolejne tytuły, gdy będzie rozpoczynała się ich kampania marketingowa.
- FOR zatrudnia obecnie łącznie ponad 250 osób, we wszystkich spółkach, w których posiada zaangażowanie kapitałowe.
- Rok 2022 był Forever Entertainment czasem wzmożonych inwestycji w gry o budżetach produkcyjnych większych od realizowanych w poprzednich latach. W ramach tych inwestycji spółka zwiększyła zatrudnienie o 18,2% w ubiegłym roku obrotowym. Wzrost zatrudnienia w spółce oraz wynagrodzeń, wpłynęły na wzrost kosztów wynagrodzeń wraz z narzutami do 6 877 tys. PLN, tj. o 23,0 % za 2022 rok w porównaniu do poprzedniego roku.
- Spółka planuje wnioskować o ulgę B+R za 2022 rok i skorzystać z dodatkowego odliczenia 243 tys. PLN w ramach tej ulgi. Ponadto w księgach zostały ujęte koszty B+R za lata 2019-2021. Spółka rozszerzając te koszty zamierza dodatkowo odliczyć od podatku za 2022 rok kwotę 243 tys. PLN (łącznie 486 tys. PLN). Od stycznia 2023 roku FOR rozlicza jednorazowo koszty B+R w RZiS dla danego tytułu w miesiącu jego premiery.
- **Forever Entertainment planuje wypłacić 0,1 PLN dywidendy na akcję z zysku 2022 roku. Na dywidendę ma trafić 2,7 mln PLN z 9,7 mln PLN ubiegłorocznego zysku (DY = 2,0%).**

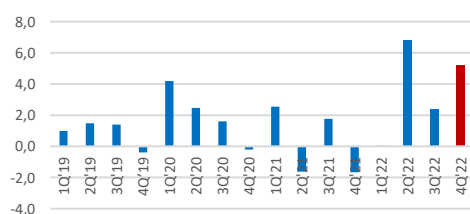
Przychody [mln PLN]



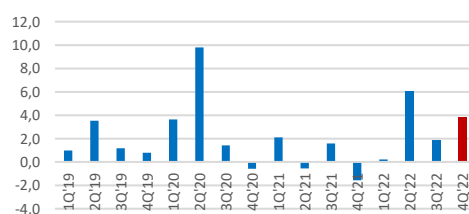
EBITDA skoryg. [mln PLN]



EBIT skoryg. [mln PLN]



Zysk netto skoryg. [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * - skoryg. o zmianę sposobu ewidencjonowania pozycji „Rezerwy” i „koszty prac B+R”

PROGNOZA NA 1Q'23 I NA KOLEJNE OKRESY

Prognozy wyników na 1Q'2023 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23P	zmiana r/r	2021	2022	zmiana r/r	2023P	zmiana r/r
Przychody	6,0	9,0	50,1%	25,8	45,1	74,5%	76,6	69,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,2	1,2	-	0,8	11,3	1373,2%	23,7	109,4%
EBITDA	0,3	1,3	287,6%	2,2	12,3	458,8%	24,1	95,9%
EBIT	0,0	1,2	-	1,0	11,7	1041,1%	23,7	102,2%
Zysk brutto	0,2	1,2	584,8%	2,3	12,1	437,9%	23,7	95,5%
Zysk netto	0,2	1,0	407,1%	1,6	9,7	518,6%	19,3	98,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	-2,9%	13,7%		3,0%	25,1%		30,9%	
Marża EBITDA	5,8%	14,9%		8,5%	27,2%		31,4%	
Marża EBIT	0,7%	13,7%		4,0%	26,0%		30,9%	
Marża zysku netto	3,3%	11,2%		6,1%	21,5%		25,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W 2023 r. spółka weszła bez większych premier, jednak dzięki wydanym w zeszłym roku remakom („Front Mission 1st Remake” oraz „THoTD”) jak i dalszej istotnej kontrybucji starszego portfela szacujemy, że udało się jej znacząco poprawić wyniki r/r. Całościowo na poziomie przychodów prognozujemy 9,0 mln PLN (+50,1% r/r, z czego ok. 1,5 mln PLN to zmiana stanu produktów). W związku z postępującymi pracami wielu gier, wypłacanymi tantiemami dla deweloperów i właścicieli IP oczekujemy wzrostu kosztu usług obcych o ok. 27% r/r. Na poziomie wyniku EBITDA spodziewamy się 1,3 mln PLN (+287,6% r/r). Szacujemy, że zysk netto w omawianym okresie wyniósł 1,0 mln PLN (+407,1% r/r).

Produkcje - w raporcie za 2022 r. spółka poinformowała, że prace nad realizacją takich gier jak „FRONT MISSION 3: Remake”, a także drugich części remake’ów: „Panzer Dragoon” i „THE HOUSE OF THE DEAD” są na zaawansowanym etapie. Równolegle FOR realizuje prace nad takimi tytułami jak: „Night Slashers: Remake”, „Shadowgate 2”, czy „Fear Effect: Reinvented”.

„Front Mission 2” - premiery gry na konsolę Nintendo Switch została ustalona na 12.06.2023 r. Tak jak wskazywaliśmy w naszej ostatniej rekomendacji, spodziewaliśmy się (mając na uwadze różne zespoły przypisane do tych zadań jak i poziom zaawansowania tych projektów), że wydawca (FOR) może pokusić się o nowy rodzaj kampanii sprzedażowych IP „Front Mission” i tym samym wydać kolejne części w odstępach zaledwie półrocznych.

„Magical Drop 6” - premiera gry na konsolę Nintendo Switch i na PC miała miejsce 25.04.2023 r.

Potencjalne nowe projekty - FOR przygotowuje się realizacji kolejnych tytułów i negocjuje pozyskanie dalszych o potencjale sprzedaży, który w ocenie spółki znacznie przekracza potencjał sprzedażowy istotnych tytułów ujawnionych do tej pory. Zgodnie z przyjętą polityką informacyjną spółka będzie prezentować kolejne tytuły, gdy będzie rozpoczynała się ich kampania marketingowa.

Zatrudnienie - FOR zatrudnia obecnie łącznie ponad 250 osób, we wszystkich spółkach, w których posiada zaangażowanie kapitałowe (na przestrzeni 2022r. zwiększono załogę o ok. 18% r/r).

Ulga B+R - FOR planuje wnioskować o ulgę B+R za 2022 rok i skorzystać z dodatkowego odliczenia 243 tys. PLN w ramach tej ulgi. Ponadto w księgach zostały ujęte koszty B+R za lata 2019-2021. Spółka rozciągając te koszty zamierza dodatkowo odliczyć od podatku za 2022 rok kwotę 243 tys. PLN (łącznie 486 tys. PLN). Od stycznia 2023 roku FOR rozlicza jednorazowo koszty B+R w RZiS dla danego tytułu w miesiącu jego premiery.

Dywidenda - przy okazji publikacji wyników spółka poinformowała o zamiarze rekomendacji wypłaty 0,1 PLN dywidendy na akcję z zysku 2022 roku. Na ten cel ma trafić 2,7 mln PLN z 9,7 mln PLN ubiegłorocznego zysku (DY = 2,0%). Będzie to drugi raz w historii spółki, kiedy spółka Forever Entertainment wypłaci dywidendę.

Perspektywa 2023r.

W 2023 r. spółka weszła bez większych premier, jednak już 2Q'23 będzie wyglądał znacznie ciekawiej pod tym względem. 25 kwietnia zadebiutował „Magical Drop 6”, a kilka tygodni później na rynku pojawi się „Front Mission 2: Remake”. Mając na uwadze informacje zawarte w raporcie rocznym oraz wypowiedzi zarządu dotyczące zaawansowania poszczególnych produkcji spodziewamy się, że w bieżącym roku spółka wyda jeszcze 5 remaków, w tym: „PD2”, „THoTD2”, „Fear Effect: Reinvented”, „Night Slashers: Remake” oraz „Shadowgate 2”. Nasze prognozy odnośnie wyżej wspomnianych tytułów przedstawiliśmy na stronie nr. 3 w rozdziale „Wybrane dane i prognozy finansowe”. Zważając na tak duże zagęszczenie istotnych premier, oczekujemy, że FOR znacząco przeskaluje swoje wyniki. Prognozujemy, że spółka w całym 2023 r. wypracuje 76,6 mln PLN przychodów (+70% r/r), 23,7 mln PLN EBIT (+64% r/r) oraz 19,3 mln PLN zysku netto (+62% r/r).

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody	6,5	8,5	8,2	4,1	7,5	5,5	7,7	5,2	6,0	17,9	11,8	9,5	9,0	26,3	24,4	16,9
Zysk brutto ze sprzedaży	4,2	2,2	1,5	-0,3	2,4	-1,8	1,6	-1,5	-0,2	6,7	2,3	2,5	1,2	8,8	7,6	6,1
EBITDA	4,5	2,7	1,9	0,1	2,8	-1,3	2,1	-1,4	0,3	6,9	2,4	2,6	1,3	8,8	7,7	6,2
EBIT	4,2	2,5	1,6	-0,2	2,6	-1,6	1,8	-1,7	0,0	6,8	2,4	2,5	1,2	8,8	7,6	6,1
Wynik brutto	4,2	12,4	1,7	-0,3	2,6	-0,6	2,0	-1,7	0,2	7,3	2,7	2,1	1,2	8,8	7,6	6,1
Wynik netto	3,6	9,8	1,4	-0,6	2,1	-0,6	1,6	-1,6	0,2	6,0	1,8	1,6	1,0	7,1	6,2	4,9
marża brutto	64,9%	25,6%	17,7%	-7,7%	31,6%	-32,3%	21,3%	-28,1%	-2,9%	37,4%	19,2%	26,2%	13,7%	33,3%	31,2%	35,9%
marża EBITDA	69,2%	32,1%	22,8%	1,5%	37,8%	-24,2%	26,8%	-26,1%	5,8%	38,7%	20,7%	26,9%	14,9%	33,6%	31,6%	36,4%
marża EBIT	64,9%	28,9%	19,4%	-5,2%	34,1%	-29,7%	23,0%	-31,9%	0,7%	38,1%	20,0%	25,9%	13,7%	33,3%	31,2%	35,9%
marża netto	56,4%	114,8%	17,2%	-14,2%	28,2%	-10,2%	20,6%	-29,9%	3,3%	33,6%	15,5%	17,2%	11,2%	27,1%	25,4%	29,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2022-2031 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	9,8	13,7	27,3	25,8	45,1	76,6	92,0	81,0	75,7	81,5
Zysk brutto ze sprzedaży	3,0	2,9	7,5	0,8	11,3	23,7	29,3	25,4	23,1	25,0
EBITDA	3,9	5,6	9,2	2,2	12,3	24,1	29,7	25,7	23,3	25,3
EBIT	3,4	3,5	8,0	1,0	11,7	23,7	29,3	25,4	23,1	25,0
Wynik brutto	3,3	7,1	18,1	2,3	12,1	23,7	29,3	25,4	23,1	25,0
Wynik netto	3,3	6,4	14,3	1,6	9,7	19,3	23,9	20,7	18,8	20,4
marża brutto	30,7%	21,2%	27,5%	3,0%	25,1%	30,9%	31,9%	31,3%	30,5%	30,7%
marża EBITDA	40,2%	40,8%	33,5%	8,5%	27,2%	31,4%	32,3%	31,7%	30,8%	31,0%
marża EBIT	34,2%	25,4%	29,4%	4,0%	26,0%	30,9%	31,9%	31,3%	30,5%	30,7%
marża netto	33,5%	46,9%	52,3%	6,1%	21,5%	25,2%	26,0%	25,5%	24,8%	25,0%

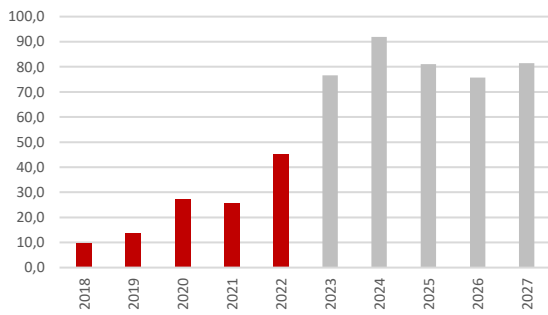
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana prognoz względem poprzedniej rekomendacji wynika m.in. z przesunięć między kwartałami (na przestrzeni 2023 r.) takich gier jak: „Fear Effect Reinvented”, „PD2”, „THoTD2” oraz wersji na konsole (Xbox, PS) i PC gry „Front Mission”. Ponadto mając na uwadze 7 miesięcy odstępu między premierą „FM1” a „FM2”, przesuwamy w naszym modelu trzecią część z tej serii z 4Q'23 na 1Q'24. Negatywny wpływ na prognozowane przez nas przychody ze sprzedaży ma umocnienie się PLN względem takich walut jak USD czy EUR. W naszych prognozach przyjmujemy USD/PLN oraz EUR/PLN dla poszczególnych lat 2023/2024/2025+ odpowiednio na poziomach: 4,248/ 4,371/ 4,355 (USD/PLN); 4,714/ 4,877/ 4,877 (EUR/PLN) – zgodnie z aktualną krzywą forward. Z drugiej strony, w związku niższymi od naszych oczekiwań kosztami usług obcych (w tym wynagrodzeń deweloperów), które okazały się zbyt konserwatywne w naszych projekcjach przyszłości, podwyższamy oczekiwaną przez nas rentowność spółki w kolejnych latach.

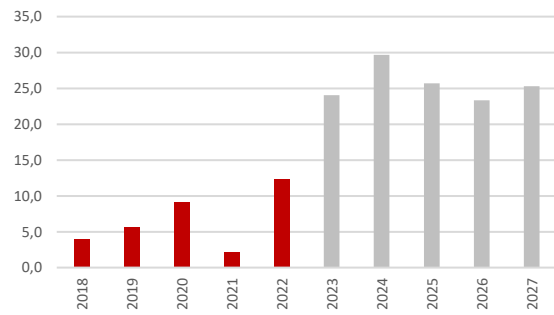
Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 12.10.2022 [mln PLN]

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	100,0	76,6	-23,4%	95,2	92,0	-3,4%	85,1	81,0	-4,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	29,6	23,7	-20,0%	30,4	29,3	-3,5%	25,7	25,4	-1,2%
EBITDA	30,0	24,1	-19,8%	30,8	29,7	-3,7%	26,2	25,7	-1,9%
EBIT	29,6	23,7	-20,0%	30,4	29,3	-3,5%	25,7	25,4	-1,2%
Wynik brutto	29,6	23,7	-20,0%	30,4	29,3	-3,5%	25,7	25,4	-1,2%
Wynik netto	24,2	19,3	-20,3%	24,9	23,9	-4,1%	21,1	20,7	-2,0%
marża brutto	29,5%	30,9%		31,9%	31,9%		30,2%	31,3%	
marża EBITDA	30,0%	31,4%		32,4%	32,3%		30,7%	31,7%	
marża EBIT	29,5%	30,9%		31,9%	31,9%		30,2%	31,3%	
marża netto	24,2%	25,2%		26,2%	26,0%		24,8%	25,5%	
USD/PLN	5,206	4,248	-18,4%	5,328	4,371	-18,0%	5,253	4,355	-17,1%
EUR/PLN	5,162	4,714	-8,7%	5,380	4,877	-9,3%	5,380	4,877	-9,3%

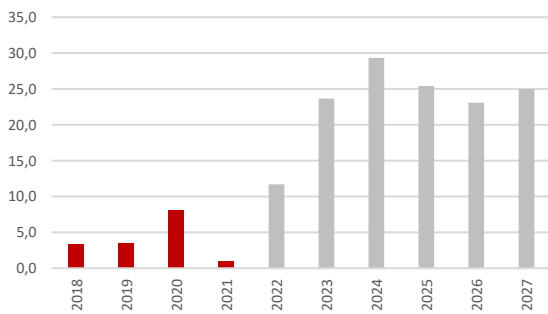
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody [mln PLN]


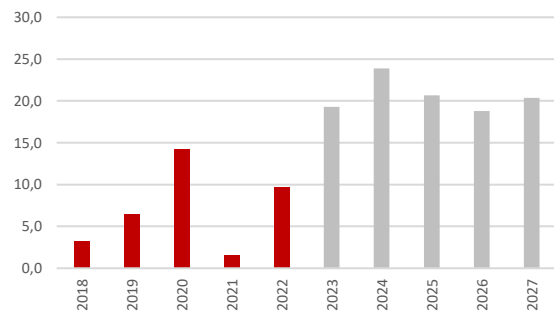
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]


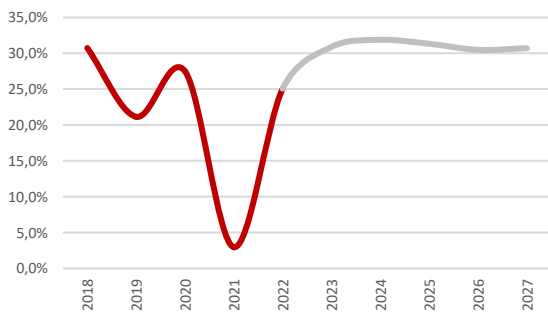
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]


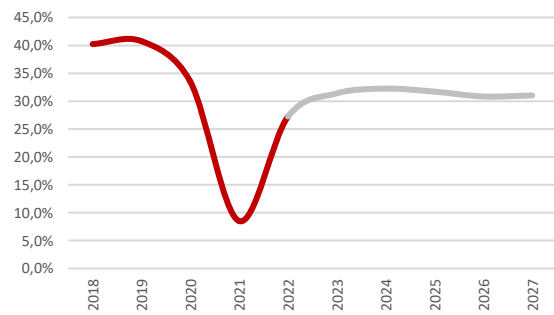
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]


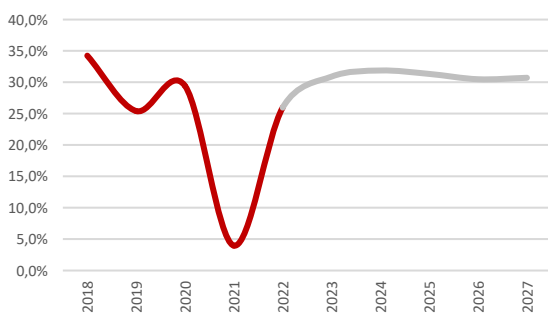
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 od 1Q'19

Marża brutto [%]


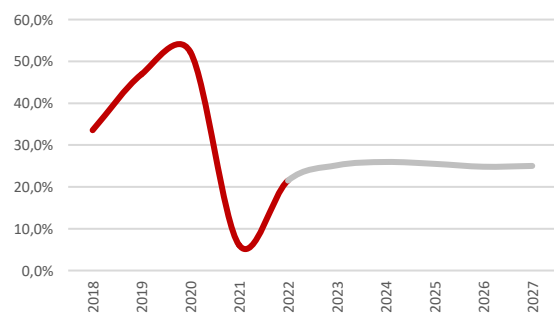
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	14,8	24,3	25,2	29,5	29,2	29,0	28,9	28,7	28,7
Wartości niematerialne	4,4	3,4	2,3	1,9	1,8	1,6	1,4	1,2	1,3
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	5,1	15,0	15,6	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5,1	5,8	7,2	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
Aktywa obrotowe	4,9	11,3	18,7	18,9	42,0	62,7	77,5	85,8	97,7
Zapasy	1,3	1,7	5,3	5,9	5,9	6,3	6,7	7,1	7,8
Należności z tytułu dostaw i usług	2,4	4,0	5,4	5,6	12,3	13,5	14,4	14,1	15,1
Inwestycje krótkoterminowe	0,3	4,0	5,2	5,2	21,6	40,7	54,1	62,3	72,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,3	4,0	4,8	3,6	19,9	39,1	52,5	60,7	70,8
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,8	1,7	2,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Aktywa razem	19,6	35,6	44,0	48,4	71,3	91,8	106,3	114,5	126,4
Kapitał własny	16,6	30,6	31,8	39,9	56,4	75,5	90,2	98,6	109,6
Rezerwy na zobowiązania	0,7	2,6	2,7	2,9	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Zobowiązania długoterminowe	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	0,9	1,5	9,2	5,6	12,1	13,5	13,4	13,1	14,0
Pasywa razem	19,6	35,6	44,0	48,4	71,3	91,8	106,3	114,5	126,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	13,7	27,3	25,8	45,1	76,6	92,0	81,0	75,7	81,5
Wynik brutto ze sprzedaży	2,9	7,5	0,8	11,3	23,7	29,3	25,4	23,1	25,0
EBITDA	5,6	9,2	2,2	12,3	24,1	29,7	25,7	23,3	25,3
Amortyzacja	1,0	1,1	1,2	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EBIT	3,5	8,0	1,0	11,7	23,7	29,3	25,4	23,1	25,0
Wynik brutto	7,1	18,1	2,3	12,1	23,7	29,3	25,4	23,1	25,0
Wynik netto	6,4	14,3	1,6	9,7	19,3	23,9	20,7	18,8	20,4
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CF operacyjny	11,1	3,4	1,1	0,7	19,3	24,1	19,5	18,7	19,8
CF inwestycyjny	-9,5	0,3	-0,2	-1,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
CF finansowy	-2,2	-0,1	-0,1	-0,8	-2,7	-4,8	-6,0	-10,3	-9,4
CF netto	-0,6	3,7	0,8	-1,2	16,4	19,1	13,4	8,2	10,1
Środki pieniężne na początek okresu	0,7	0,3	4,0	4,8	3,6	19,9	39,1	52,5	60,7
Środki pieniężne na koniec okresu	0,3	4,0	4,8	3,6	19,9	39,1	52,5	60,7	70,8
Dynamiki / marże / wskaźniki	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	40,1%	99,0%	-5,4%	74,5%	69,9%	20,0%	-11,9%	-6,6%	7,7%
EBITDA zmiana r/r	41,9%	63,6%	-76,0%	458,8%	95,9%	23,3%	-13,4%	-9,2%	8,3%
EBIT zmiana r/r	4,0%	130,4%	-87,2%	1041,1%	102,2%	23,8%	-13,4%	-9,2%	8,5%
Wynik netto zmiana r/r	95,9%	121,7%	-89,0%	518,6%	98,8%	23,8%	-13,4%	-9,2%	8,5%
Marża brutto na sprzedaży	21,2%	27,5%	3,0%	25,1%	30,9%	31,9%	31,3%	30,5%	30,7%
Marża EBITDA	40,8%	33,5%	8,5%	27,2%	31,4%	32,3%	31,7%	30,8%	31,0%
Marża EBIT	25,4%	29,4%	4,0%	26,0%	30,9%	31,9%	31,3%	30,5%	30,7%
Marża netto	46,9%	52,3%	6,1%	21,5%	25,2%	26,0%	25,5%	24,8%	25,0%
ROE	38,8%	46,7%	4,9%	29,9%	34,2%	31,6%	22,9%	19,0%	18,6%
ROA	32,8%	40,1%	3,6%	24,6%	27,1%	26,0%	19,4%	16,4%	16,1%
Dług netto [mln PLN]	0,0	-3,8	-4,7	-3,5	-19,9	-39,0	-52,4	-60,7	-70,8
Dług netto/Kapitał własny	0,3%	-12,4%	-14,9%	-8,8%	-35,3%	-51,7%	-58,2%	-61,5%	-64,6%
Dług netto/EBITDA	0,0	-0,4	-2,2	-0,2	-0,8	-1,3	-2,0	-2,6	-2,8
Dług netto/EBIT	0,0	-0,5	-4,6	-0,2	-0,8	-1,3	-2,1	-2,6	-2,8
EV [mln PLN]	132,5	128,7	127,7	128,9	112,6	93,5	80,0	71,8	61,7
CAPEX/Przychody	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CAPEX/Amortyzacja	9,2	0,0	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1
Amortyzacja/Przychody	0,1	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	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana KO/Zmiana przychodów	0,7	0,1	1,8	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,1
MC/S	9,5	4,8	5,1	2,9	1,7	1,4	1,6	1,7	1,6
P/E	20,3	9,1	83,3	11,0	6,8	5,5	6,3	7,0	6,4
P/BV	7,9	4,3	4,1	3,3	2,3	1,7	1,4	1,3	1,2
P/CE	97,2	17,2	1,6	16,0	4,6	2,9	1,9	1,5	1,4
EV/EBITDA	23,3	13,8	57,2	8,5	4,6	3,1	3,0	3,0	2,4
EV/EBIT	37,4	15,8	122,6	8,8	4,7	3,1	3,1	3,0	2,4
EV/S	9,5	4,6	4,9	2,8	1,4	1,0	1,0	0,9	0,7
BVPS	0,6	1,1	1,2	1,5	2,1	2,8	3,3	3,6	4,0
EPS	0,2	0,5	0,1	0,4	0,7	0,9	0,8	0,7	0,7
CEPS	0,0	0,3	3,1	0,3	1,0	1,6	2,5	3,2	3,5
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,8	2,7	4,8	6,0	10,3	9,4
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,3
Dywidend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	2,1%	3,7%	4,6%	7,9%	7,2%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	52,1%	22,9%	25,0%	25,0%	50,0%	50,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 4,80 PLN.

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 Tobiasz
Doradca Inwestycyjny
Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@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	6,8	kupuj	7,2	27.04.2022	09:40 CEST	4,80	62 224
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 2Q'23*:	, 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	%	liczba	%
Kupuj	3	60%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	2	40%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) 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.

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. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2023-04-27.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-04-27 (09:40 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-04-27 (09:40 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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.

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.

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 wahanom 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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może zredukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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. Tym samym 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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka 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.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwa miesiące” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. 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 analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

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.”

Na dzień 2023-04-27:

- 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.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.