



Dom Maklerski BDM S.A.

# FOREVER ENTERTAINMENT

## RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Forever Entertainment od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 9,4 PLN/akcję, czyli 58% powyżej obecnej ceny rynkowej. Oprócz istotnej roli wydanych gier z własnej produkcji oraz portingu spółka coraz prężniej rozwija się w segmencie gier remake, o czym mogą świadczyć niedawno podpisane umowy (Square Enix). Spodziewamy się, że jeszcze w tym roku będą miały miejsce premiery dwóch gier tego typu m.in. „The House of the Dead” (ponad 5x większe zainteresowanie grą po publikacji trailera vs „Panzer Dragoon”) oraz „Fear Effect Reinvented”, co przełoży się na znaczący wzrost wyników w 2021 roku i kolejnych okresach.

Forever Entertainment to producent i wydawca gier na wszystkie dostępne platformy (w szczególności Nintendo Switch – czołowy wydawca), od 2011 roku notowany jest na rynku New Connect. W 2019 roku studio rozszerzyło swój biznes o remaki kultowych produkcji z lat dziewięćdziesiątych XX wieku.

Łącznie w swoim portfolio spółka posiada ponad 150 wydanych tytułów, ok. 37 produkcji własnych na różnych platformach oraz ponad 134 z portingu. W zeszłym roku z ramienia FE miało miejsce 64 wydań (w tym 44 nowe tytuły). Spodziewamy się delikatnego wzrostu tej liczby w kolejnych latach przy większym nacisku na produkcje bardziej wymagające i o większym potencjale sprzedaży niż dotychczas oferowane tytuły.

Pierwszym wydanym tytułem FE z nowo powstałego segmentu remake był „Panzer Dragoon: Remake”, a od jej premiery która miała miejsce w 2020 roku sprzedało się już łącznie ponad 100 tys. egzemplarzy na wszystkich dostępnych platformach. Aktualnie trwają prace nad kolejnymi grami m.in.: Fear Effect: Reinvented, Panzer Dragoon II Zwei: Remake oraz The House of the Dead: Remake. Spodziewamy się, że w kolejnych latach spółka będzie wydawała 3-4 gry tego typu, co przełoży się na istotny wzrost wyników.

W ostatnim czasie spółka poinformowała o zawarciu umowy ze Square Enix na stworzenie i wydanie kilku remaków gier opartych o jedno IP z portfela giganta. Jakiś czas później poinformowano o kolejnej, tym razem z samym Nintendo, dzięki której FE otrzyma istotne wsparcie finansowe na realizację umowy wydawniczej, której celem będzie wydanie kilku tytułów na NS z planu wydawniczego spółki. Ponadto, od jakiegoś czasu FE wraz z Bloober Team rozwija nowy podmiot – Fearful Entertainment, który pracuje nad remakiem kultowego horroru. Liczymy, że w zbliżających się miesiącach spółka zacznie stopniowo ujawniać zakontraktowane produkcje.

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	9,8	13,7	27,3	38,7	54,1	54,8
EBITDA [mln PLN]	3,9	5,6	9,2	12,6	19,3	18,7
EBIT [mln PLN]	3,4	3,5	8,0	11,4	18,1	17,5
Wynik brutto [mln PLN]	3,3	7,1	18,1	12,5	18,1	17,5
Wynik netto [mln PLN]	3,3	6,4	14,3	9,3	15,8	15,2
P/BV	15,5	9,7	5,3	4,1	3,2	3,0
P/E	49,0	25,0	11,3	17,4	10,2	10,6
EV/EBITDA	40,9	28,8	17,2	11,5	6,9	7,0
EV/EBIT	48,1	46,1	19,5	12,7	7,3	7,5
DPS	0	0	0	0	0,2	0,4
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	7,3%

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

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 9,4 PLN

1 WRZEŚNIA 2021, 07:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	9,4
Potencjał do wzrostu / spadku	58%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	5,92
Kapitalizacja [mln PLN]	161,0
Ilość akcji [mln. szt.]	27,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,8
Stopa zwrotu za 3 mc	-8,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-30,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-27,8%
Struktura akcjonariatu:	
Marek Bednarski	26,8%
Grzegorz Maciąg	9,7%
Zbigniew Dębicki	5,5%
Pozostali	58,1%

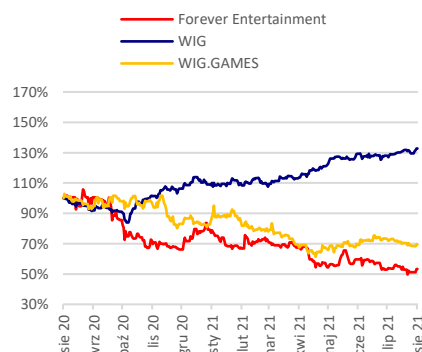
Krzysztof Tkocz

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 CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	5
WYCENA DCF.....	8
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	11
MODEL BIZNESOWY .....	12
OTOCZENIE RYNKOWE .....	14
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	16
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	19

**FOREVER ENTERTAINMENT**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Kupuj</b>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>9,4</b>
Cena rynkowa [PLN]	5,9
Kapitalizacja [mln PLN]	161,0

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21P	4Q'21P
<b>Przychody</b>	<b>6,5</b>	<b>8,5</b>	<b>8,2</b>	<b>4,1</b>	<b>7,5</b>	<b>5,5</b>	<b>6,9</b>	<b>18,9</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>4,2</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>4,2</b>	<b>6,1</b>
SG&A	2,3	6,4	6,8	4,4	5,1	7,2	2,7	12,8
PPO/PKO	0,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>EBITDA</b>	<b>4,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>0,1</b>	<b>2,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>4,6</b>	<b>6,5</b>
EBIT	4,2	2,5	1,6	-0,2	2,6	-1,6	4,3	6,2
Zysk brutto	4,2	12,4	1,7	-0,3	2,6	-0,6	4,3	6,2
<b>Zysk netto</b>	<b>3,6</b>	<b>9,8</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>5,6</b>

Wskaźniki	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21P	4Q'21P
Przychody zmiana r/r	156,5%	121,2%	105,6%	22,3%	15,9%	-36,0%	-16,1%	361,6%
EBITDA zmiana r/r	324,0%	45,5%	-10,0%	-89,1%	-36,7%	-148,2%	146,1%	10405,9%
Zysk netto zmiana r/r	276,1%	178,7%	21,0%	-173,6%	-42,0%	-105,7%	49,3%	-1069,8%
Marża brutto na sprzedaży	64,9%	25,6%	17,7%	-7,7%	31,6%	-32,3%	60,5%	32,1%
Marża EBITDA	69,2%	32,1%	22,8%	1,5%	37,8%	-24,2%	66,9%	34,4%
Marża EBIT	64,9%	28,9%	19,4%	-5,2%	34,1%	-29,7%	62,5%	32,8%
Marża netto	56,4%	114,8%	17,2%	-14,2%	28,2%	-10,2%	30,5%	29,7%

Główne założenia	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody [mln PLN]</b>	<b>39,6</b>	<b>55,4</b>	<b>53,5</b>	<b>51,8</b>	<b>57,0</b>	<b>61,9</b>	<b>65,9</b>	<b>68,4</b>
<i>Najważniejsze tytuły:</i>								
<i>The Dealer Simulator</i>	1,2	1,2	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Uboat</i>	0,9	0,6	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<i>The House of the Dead: Remake</i>	6,4	7,4	3,8	1,7	1,1	0,7	0,4	0,3
<i>The House of the Dead 2</i>	0,0	6,6	7,5	3,9	1,7	1,1	0,7	0,4
<i>Panzer Dragon II Zwei</i>	0,0	4,1	1,4	0,6	0,3	0,2	0,1	0,1
<i>Fear Effect Reinvented</i>	2,1	1,4	0,7	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
<i>Shadowgate 2</i>	0,0	3,4	1,3	0,6	0,3	0,2	0,1	0,1
<i>Hollow 2</i>	2,0	1,3	0,7	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0
<i>Isabel Remake</i>	0,0	3,5	1,2	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1
<b>Podział na potencjał monetzy.</b>								
<i>Nowe gry:</i>								
<i>Duży</i>	4,1	5,5	6,5	8,5	10,3	11,3	13,3	15,0
<i>Średni</i>	4,5	10,0	9,9	10,5	16,1	16,8	17,4	17,7
<i>Mały</i>	0,4	1,0	1,3	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3
<i>Remake</i>	8,5	26,4	28,2	26,0	25,4	30,4	32,9	33,9
<i>Aktualne portfolio</i>	22,2	12,5	7,5	5,3	3,7	1,8	0,9	0,5
<b>Ilość wydawanych gier:</b>								
<b>Podział na potencjał monetzy.</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>	<b>43,0</b>	<b>44,0</b>	<b>43,0</b>	<b>44,0</b>	<b>40,0</b>	<b>40,0</b>
<i>Duży</i>	3,0	2,0	2,0	3,0	3,0	3,0	4,0	4,0
<i>Średni</i>	7,0	7,0	7,0	7,0	10,0	10,0	10,0	10,0
<i>Mały</i>	32,0	31,0	31,0	31,0	27,0	27,0	22,0	22,0
<i>Remake</i>	2,0	4,0	3,0	3,0	3,0	4,0	4,0	4,0
<b>USD/PLN</b>	<b>3,829</b>	<b>3,892</b>	<b>3,848</b>	<b>3,787</b>	<b>3,729</b>	<b>3,729</b>	<b>3,729</b>	<b>3,729</b>

**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

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E	25,0	11,3	17,4	10,2	10,6
P/BV	9,7	5,3	4,1	3,2	3,0
EV/ EBITDA	28,8	17,2	11,5	6,9	7,0
EV/EBIT	46,1	19,5	12,7	7,3	7,5
EV/S	11,7	5,8	3,7	2,5	2,4
MC/S	11,7	5,9	4,2	3,0	2,9
BVPS	0,61	1,12	1,46	1,86	1,99
EPS	0,24	0,53	0,34	0,58	0,56
DPS (w danym roku)	0,00	0,00	0,00	0,17	0,43

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody</b>	<b>13,7</b>	<b>27,3</b>	<b>38,7</b>	<b>54,1</b>	<b>54,8</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>2,9</b>	<b>7,5</b>	<b>10,8</b>	<b>17,8</b>	<b>17,5</b>
SG&A	10,8	19,8	27,9	36,3	37,2
PPO/PKO	0,6	0,5	0,6	0,3	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>5,6</b>	<b>9,2</b>	<b>12,6</b>	<b>19,3</b>	<b>18,7</b>
EBIT	3,5	8,0	11,4	18,1	17,5
Zysk brutto	7,1	18,1	12,5	18,1	17,5
<b>Zysk netto</b>	<b>6,4</b>	<b>14,3</b>	<b>9,3</b>	<b>15,8</b>	<b>15,2</b>

Wskaźniki	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	40,1%	99,0%	41,8%	39,7%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	41,9%	63,6%	38,0%	53,1%	-3,2%
Zysk netto zmiana r/r	95,9%	121,7%	-35,1%	70,0%	-3,4%
Marża brutto na sprzedaży	21,2%	27,5%	28,0%	33,0%	32,0%
Marża EBITDA	40,8%	33,5%	32,6%	35,7%	34,2%
Marża EBIT	25,4%	29,4%	29,5%	33,5%	32,0%
Marża netto	46,9%	52,3%	23,9%	29,1%	27,8%
ROE	38,8%	46,7%	23,4%	31,1%	28,2%
ROA	32,8%	40,1%	16,3%	22,4%	21,2%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>14,8</b>	<b>24,3</b>	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>
Wartości niematerialne	4,4	3,4	2,8	2,8	2,8
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Inwestycje długoterminowe	5,1	15,0	15,9	15,9	15,9
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5,1	5,8	6,5	6,5	6,5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>4,9</b>	<b>11,3</b>	<b>31,4</b>	<b>45,0</b>	<b>46,5</b>
Zapasy	1,3	1,7	3,8	2,5	3,8
Należności z tytułu dostaw i usług	2,4	4,0	9,1	11,7	10,6
Inwestycje krótkoterminowe	0,3	4,0	16,1	28,3	29,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,3	4,0	16,0	28,2	29,6
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,8	1,7	2,4	2,4	2,4
<b>Aktywa razem</b>	<b>19,6</b>	<b>35,6</b>	<b>56,8</b>	<b>70,4</b>	<b>72,0</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>16,6</b>	<b>30,6</b>	<b>39,6</b>	<b>50,7</b>	<b>54,1</b>
Rezerwy na zobowiązania	0,7	2,6	2,7	2,7	2,7
Zobowiązania długoterminowe	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania krótkoterminowe	0,9	1,5	14,2	16,9	15,1
<b>Pasywa razem</b>	<b>19,6</b>	<b>35,6</b>	<b>56,8</b>	<b>70,4</b>	<b>72,0</b>
Dług netto	0,0	-3,8	-15,9	-28,1	-29,5
Dług netto/ Kapitał własny	0,3%	-12,4%	-40,1%	-55,4%	-54,6%
Dług netto/ EBITDA	0,0	-0,4	-1,3	-1,5	-1,6

Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	11,1	3,4	12,7	18,0	14,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9,5	0,0	-0,7	-1,2	-1,2
Przepływy z działalności finansowej	-2,2	-0,1	0,0	-4,6	-11,8
Przepływy pieniężne netto	-0,6	3,7	12,0	12,2	1,5

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko związane z celami strategicznymi:** Od roku 2015 spółka prowadzi stałe działania w kierunku dalszej dywersyfikacji działalności w zakresie osiągniętych przychodów, w tym zwiększenie nacisku na działalność wydawniczą, oraz kosztowej, poprzez współpracę różnymi producentami, co uzyskuje dzięki rosnącym możliwościom finansowym, a także rosnącej pozycji rynkowej spółki.
- **Ryzyko związane z możliwością nieuzyskania niezbędnych koncesji i licencji:** Spółka produkuje różnego typu oprogramowanie i wprowadza je do dystrybucji w wielu krajach oraz poprzez różne kanały dystrybucji. FOR planuje produkcję gier na różne platformy sprzętowe, co może powodować konieczność uzyskania niezbędnych licencji oraz inwestycji w niezbędne urządzenia wymagane do tego typu produkcji. W związku z powyższym istnieje ryzyko, że zarówno produkcja, jak i dystrybucja na niektórych rynkach może wymagać uzyskania stosownych koncesji, zezwoleń lub autoryzacji. Przyznanie odpowiednich autoryzacji do dystrybucji w określonych kanałach dystrybucji cyfrowej może się wiązać z koniecznością spełnienia określonych wymagań, co może powodować ryzyko przedłużenia całego procesu i przesunięcia wpływów ze sprzedaży produktów.
- **Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier:** Wytworzenie nowej gry jest zwińczeniem złożonego procesu, którego poszczególne etapy muszą być realizowane w odpowiedniej kolejności. Niektóre z nich nie są zależne wyłącznie od spółki, oparte są bowiem na działaniach podmiotów zewnętrznych, w tym między innymi licencjodawców i partnerów. Istnieje również ryzyko wystąpienia nieprzewidzianych trudności w pracy nad wymagającym produktem, które w sposób znaczący mogą wpłynąć na czas pracy zespołów projektowych. Specyfika produktu sprawia, że opóźnienia występujące na wczesnym etapie produkcji gry są z reguły trudne do nadrobienia na późniejszych etapach prac.
- **Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników:** Jakość tworzonych produktów i świadczonych usług jest powiązana w znacznej mierze z umiejętnościami oraz doświadczeniem pracowników spółki. Działalność dewelopera jest więc w znacznym stopniu zależna od zdolności utrzymania zatrudnionych strategicznych pracowników. Odejście członków kadry zarządzającej, bądź innych istotnych osób dla działalności spółki mogłoby spowodować pogorszenie jakości i terminowości zaplanowanych produkcji lub innych nowych projektów oraz niekorzystnie wpłynąć na świadczone przez dewelopera usługi.
- **Ryzyko związane z pozyskaniem kolejnych zespołów deweloperskich:** Kluczowym zasobem grupy jest kapitał ludzki. Większość szkół wyższych w Polsce nie przewiduje edukacji w kierunku zawodów związanych z tworzeniem gier. W efekcie, rynek pracowników w tym zakresie jest wąski. Istnieje ryzyko, że spółka będzie miała czasowe problemy ze znalezieniem osób o kwalifikacjach i doświadczeniu wystarczających do podjęcia współpracy.
- **Ryzyko związane z możliwością wystąpienia awarii systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów:** Działalność spółki zależy bezpośrednio od prawidłowego funkcjonowania systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów. W przypadku wystąpienia ewentualnych awarii, usterek technicznych (w tym także będących rezultatem ataków hackerskich) oraz innych niedających się przewidzieć problemów mogą wystąpić utrudnienia związane z dostępem do gier dystrybuowanych przez dewelopera lub ze świadczeniem oferowanych usług.
- **Ryzyko konkurencji:** Rynek gier jest rynkiem konkurencyjnym. Konsumentom oferowane są liczne produkty, nierzadko o podobnej tematyce. Konkurencyjny rynek wymaga pracy nad ciągłym podwyższaniem jakości produktów, a także nad szukaniem nowych nisz rynkowych i tematów gier, które mogłyby zaciekać szeroką grupę odbiorców. Na rynku ciągle pojawiają się nowe produkty, przez co istnieje ryzyko spadku zainteresowania określonymi produktami grupy na rzecz produktów konkurencji.
- **Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży:** Branża gier, w której spółka prowadzi działalność, cechuje się bardzo szybkim rozwojem stosowanych technologii i rozwiązań informatycznych. Deweloper musi monitorować i uwzględniać wszelkie modyfikacje implementowane przez główne platformy sprzętowe lub kanały dystrybucji produktów, a także efektywnie dostosowywać technologie do nowych trendów, co wiąże się też z dokonywaniem określonych inwestycji. Brak przystosowania działalności do innowacyjnych rozwiązań informatycznych może skutkować zmniejszeniem popytu na gry realizowane przez spółkę.
- **Ryzyko zmienności kursów walutowych:** Spółka jest narażona na zmienności kursów walutowych. Sprzedaż produktów dewelopera jest skierowana głównie na rynki zagraniczne. Dominującą walutą rozliczenia tych transakcji jest więc USD oraz EUR.

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Forever Entertainment dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 100% wagi, z kolei analizie porównawczej 0%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 9,4 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 9,0 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 254,3 mln PLN, czyli **9,4 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	254,3	9,4	58%
B	Wycena porównawcza	245,0	9,0	52%
<b>C = (100%*A + 0%*B) Wycena końcowa</b>		<b>254,3</b>	<b>9,4</b>	<b>58%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Produkcje własne i porting

W swoim portfolio spółka posiada łącznie ponad 150 wydanych tytułów, ok. 37 produkcji własnych na różnych platformach (NS - 13, Xbox – 2, PS – 3, PC – 19) oraz ponad 134 z portingu (NS – 73, Xbox – 9, PS – 11 oraz PC – 41). W zeszłym roku z ramienia FE miało miejsce 64 wydań (w tym 44 nowe tytuły). Do najważniejszych produktów spółki należą m.in. „Green Hell” (NS), „Thif Simulator” (przekroczył milion sprzedanych kopii na NS – co daje mu 43 miejsce na liście najlepiej sprzedających się gier na NS) oraz „Cooking Simulator”. Spodziewamy się podobnej liczby wydanych gier w kolejnych latach przy większym nacisku na produkcje bardziej wymagające i o większym potencjale sprzedaży niż dotychczas oferowane tytuły. W całym 2021 roku liczymy na debiut łącznie ok. 44 projektów: w tym takich gier jak: The Dealer Simulator, Tiara Deceiving Crown czy Uboat.

### Segment remake

W 2019 roku studio rozszerzyło swój biznes o remaki kultowych produkcji z lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Pierwszym wydanym tytułem FE z nowo powstałego segmentu był „Panzer Dragoon: Remake”, a od jej premiery która miała miejsce w 2020 roku sprzedało się już łącznie ponad 100 tys. egzemplarzy na wszystkich dostępnych platformach. Aktualnie trwają prace nad kolejnymi grammi m.in.: Fear Effect: Reinvented, Panzer Dragoon II Zwei: Remake oraz The House of the Dead: Remake.

Spodziewamy się, że jeszcze w tym roku będą miały miejsce dwie gry remake i będzie to „The House of the Dead” (ponad 5x większe zainteresowanie grą po publikacji trailera vs „Panzer Dragoon”) oraz „Fear Effect Reinvented”. Szacujemy, że pierwszy z nich będzie w stanie w bieżącym roku sprzedać się w nakładzie 142,9 tys. sztuk, co przełoży się na 6,4 mln PLN przychodów w tym okresie. Natomiast dla FER prognozujemy sprzedaż na poziomie 46,7 tys. sztuk co przełoży się na 2,1 mln PLN przychodów. Spodziewamy się, że w kolejnych latach spółka będzie wydawała, 3-4 gry tego typu, co przełoży się na istotny wzrost wyników.

Zwracamy również uwagę, że nad produkcją remaków angażowane są głównie studia developerskie z grupy, tj. MegaPixel Studio., Storm Trident oraz TA Publishing Sarl, co oprócz kosztów związanych z produkcją tytułów, wiąże się z podziałem przychodów. Szacujemy, 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.

### Wybrane informacje odnośnie naszych założeń co do najważniejszych projektów w grupie

Nazwa	Data wydania	Cena USD	Sprzedaż [ilość kopii - tys.]			Przychody [mln PLN]		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023
The Dealer Simulator	2021	20	32,5	36,6	25,6	1,2	1,2	0,6
Uboat	2021	20	25	18,75	13,125	0,9	0,6	0,3
The House of the Dead: Remake	2021	25	142,9	185,0	122,5	6,4	7,4	3,8
The House of the Dead 2	2022	25	0,0	147,1	190,4	0,0	0,7	0,7
Panzer Dragoon II Zwei	2022	25	0,0	91,6	40,6	0,0	4,1	1,4
Fear Effect Reinvented	2021	25	46,7	34,5	22,9	2,1	1,4	0,7
Shadowgate 2	2022	25	0,0	75,0	38,8	0,0	3,4	1,3
Hollow 2	2021	25	45,0	33,3	22,1	2,0	1,3	0,7
Isabel Remake	2022	25	0,0	78,4	34,7	0,0	3,5	1,2

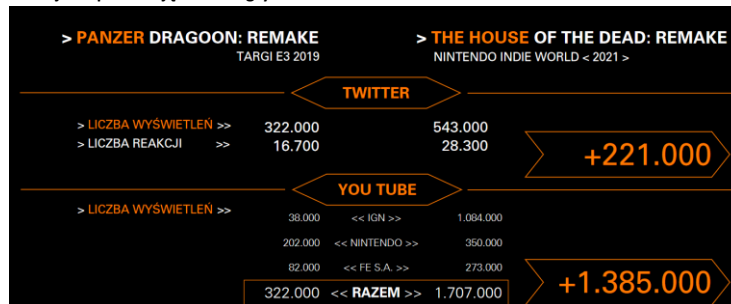
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Środki pieniężne

Dzięki uzyskanym przedpłatom (umowy z Nintendo, Square Enix) sytuacja gotówkowa spółki jest najlepsza w dotychczasowej historii, spółka na koniec czerwca'21 posiadała rekordowe poziomy środków pieniężnych i ekwiwalentów – 5,2 mln PLN (o 1,6 mln PLN więcej q/q, wzrost o 46,3% q/q). W pozycji „zaliczki otrzymane na dostawę i usługi” widnieje kwota 5,6 mln PLN, która jest związana z wyżej wspomnianymi umowami.

**Potencjał gier remake:****1. The House of The Dead: Remake:**

- Spodziewamy się, że jeszcze w tym roku będzie miała miejsce premiera gry (NS) „The House of the Dead” (ponad 5x większe zainteresowanie grą po publikacji trailer’a vs „Panzer Dragoon: Remake”);
- Oryginał wydany w 1996 roku (25 lat temu). IP udzielone spółce przez SEGA - stąd oprócz rev share’u dla dewelopera (MegaPixel Studio), FOR będzie płacił japońskiemu gigantowi za korzystanie z licencji;
- Kultowy tytuł należący do subgatunku strzelanek na szynach. Znany graczom z salonów z automatami;
- FOR zapowiedział również kontynuację tego IP czyli - The House of The Dead 2: Remake.

**Reakcje na publikację trailer’a gry**

Źródło: MegaPixel Studio

**2. Fear Effect Reinvented:**

- Gra pierwszy raz pokazana w październiku'18 na targach Paris Game Week w Paryżu;
- Odświeżoną wersją Fear Effect, stworzonego przez studio Kronos Digital Entertainment i wydanego na pierwsze PlayStation w 2000 roku, stanowi hybrydę przygodówki i survival horroru;
- IP udzielone spółce przez Square Enix - stąd oprócz rev share’u dla dewelopera (Sushee), FOR będzie płacił japońskiemu gigantowi za korzystanie z licencji;
- Spodziewamy się premiery gry w 2021 roku na;
- Potencjał gry – 133 tys. wyświetleń teasera pokazanego 4 lata temu z konta FOR,

**3. Shadowgate 2:**

- Spodziewam się premiery w 2022 roku, na wszystkich wiodących platformach. IP Shadowgate to klasyk gatunku gier przygodowych point-and-click. Ostatnie wydanie gry miało miejsce w roku 2014;
- Shadowgate 2 będzie nową grą w uniwersum Shadwgate koprodukowaną przy współpracy z TA Publishing SARL.
- IP udzielone spółce przez Zojoi - stąd oprócz rev share’u dla koproducenta (TA Publishing), FOR będzie płacił za korzystanie z licencji. Za swój udział w projekcie FE otrzyma znaczącą część przychodu (ponad 50%) z każdego sprzedanego egzemplarza gry na wszystkich platformach;
- wcześniejsza odsłona, czyli „Shadowgate” z 2014 roku sprzedała się w milionowych nakładach i została przeportowana na blisko 10 różnych platform.

**4. Isabel Remake:**

- Isabel to wyprodukowana przez gdyńskie studio Madman Theory Games gra action-RPG w klimatach fantasy.
- Trailer oryginalnej gry „Isabel” wydanej w 2013 roku ma blisko 0,5 mln wyświetleń, a jej gameplay ok. 240 tys.

**5. Panzer Dragoon II Zwei: Remake:**

- druga część reamaku serii Panzer Dragoon. Pierwsza została wydana w 2020 roku na 7 różnych platformach i sprzedała się w nakładzie przekraczającym 100 tys. kopii.

**6. Magical Drop 6:**

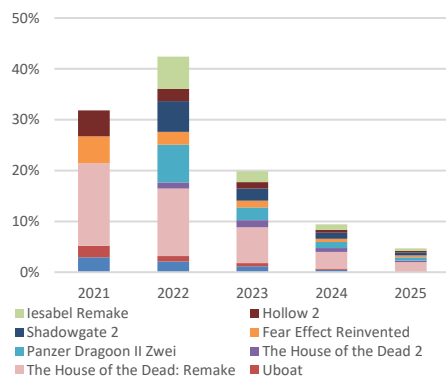
- IP od G-Mode Corporation z Japonii. Umowa obejmuje stworzenie i wydanie gry Magical Drop 6 na wszystkich wiodących platformach.

**Podział przychodów ze względu na potencjał monetyzacji [mln PLN] oraz ilość wydawanych gier**

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Przychody [mln PLN]</b>	<b>39,6</b>	<b>55,4</b>	<b>53,5</b>	<b>51,8</b>	<b>57,0</b>	<b>61,9</b>	<b>65,9</b>	<b>68,4</b>	<b>76,4</b>	<b>76,3</b>
<b>Podział na potencjał monet.:</b>										
<b>Nowe gry:</b>										
<i>Duży</i>	4,1	5,5	6,5	8,5	10,3	11,3	13,3	15,0	16,1	16,8
<i>Średni</i>	4,5	10,0	9,9	10,5	16,1	16,8	17,4	17,7	23,7	24,0
<i>Mały</i>	0,4	1,0	1,3	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3	1,1	1,1
<i>Remake</i>	8,5	26,4	28,2	26,0	25,4	30,4	32,9	33,9	35,3	34,3
<b>Aktualne portfolio</b>	22,2	12,5	7,5	5,3	3,7	1,8	0,9	0,5	0,2	0,1
<b>Ilość wydawanych gier:</b>										
<b>Podział na potencjał monet.:</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	<b>39</b>
<i>Duży</i>	3	2	2	3	3	3	4	4	4	5
<i>Średni</i>	7	7	7	7	10	10	10	10	13	13
<i>Mały</i>	32	31	31	31	27	27	22	22	17	17
<i>Remake</i>	2	4	3	3	3	4	4	4	4	4

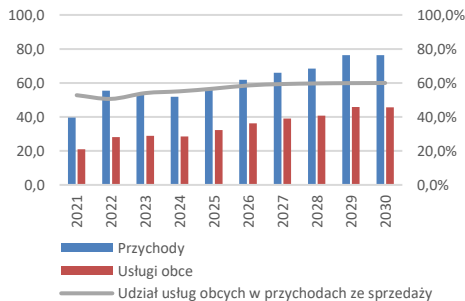
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

**Udział najważniejszych tytułów w przychodach spółki [%]**



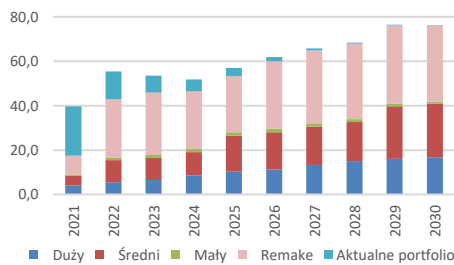
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

**Udział usług obcych w przychodach ze sprzedaży [%]**



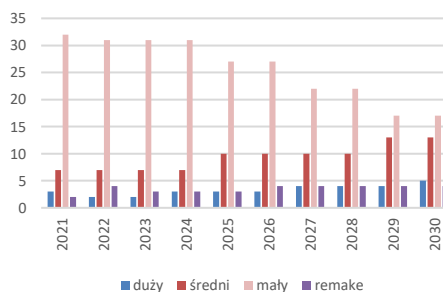
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

**Skumulowany udział poszczególnych segmentów/produkcji w podziale na potencjał w przychodach ze sprzedaży produktów [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

**Ilość wydawanych gier ze względu na potencjał monetyzacji**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

W ostatnim czasie bardzo dużo dzieje się w spółce. W marcu poinformowano o zawarciu umowy ze Square Enix na stworzenie i wydanie kilku remaków gier opartych o jedno IP z portfela japońskiego giganta. Za swój udział w projekcie FE otrzyma ponad 50% przychodów gier na wszystkich platformach, a koszty związane z realizacją umowy pokryje ze środków własnych. W czerwcu natomiast studio poinformowało o kolejnej umowie, tym razem z samym Nintendo, dzięki której FE otrzyma istotne wsparcie finansowe na realizację umowy wydawniczej, której celem będzie wydanie kilku tytułów na NS z planu wydawniczego spółki. Na początku lipca spółka zawarła umowę z Microids z Francji na globalne wydanie pudełkowych wersji gier: „Panzer Dragoon: Remake” „Panzer Dragoon II Zwei: Remake” „The House of the Dead: Remake”, „The House of the Dead II: Remake” – w związku z tym FE otrzyma przedpłatę. Dodatkowo warto zauważyć, że od jakiegoś czasu FE wraz z Bloober Team rozwija nowy podmiot – Fearful Entertainment, który pracuje nad remakiem kultowego horroru. Liczymy, że w zbliżających się miesiącach spółka zacznie stopniowo ujawniać produkcje, nad którymi pracuje.

Sugerując się powyższymi argumentami, pozytywnie patrzymy zarówno na aktualną sytuację spółki jak i jej długoterminowe perspektywy. W szczególności czekamy na premiery gier z segmentu remake oraz ujawnianie zakontraktowanych produkcji z japońskim gigantem – Square Enix. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Forever Entertainment od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 9,4 PLN/akcję, czyli 58% powyżej obecnej ceny rynkowej.

## 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 3%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,3x.

### Główne założenia modelu:

- W 2021 roku spodziewamy się premier dwóch gier z segmentu remake: „The House of the Dead” oraz „Fear Effect Reinvented”. Szacujemy, że pierwszy z nich będzie w stanie w bieżącym roku sprzedać się w nakładzie 142,9 tys. sztuk, co przełoży się na 6,4 mln PLN przychodów w tym okresie. Natomiast dla FER prognozujemy sprzedaż na poziomie 46,7 tys. sztuk co przełoży się na 2,1 mln PLN przychodów.
- Spodziewamy się stabilnego poziomu liczby wydanych gier (własne + porting) w kolejnych latach przy większym nacisku na produkcje bardziej wymagające i o większym potencjale sprzedaży niż dotychczas oferowane tytuły. W całym 2021 roku liczymy na debiut łącznie ok. 44 projektów. W kolejnych latach będą to zbliżone poziomy czyli 39 – 44, przy czym większość z nich (blisko 44-73%) będą cechowały się niską sprzedażą na poziomie i krótkim ogonem życia. Reszta to tytuły ze średnim i wysokim potencjałem monetyzacji (odpowiednio po ok. 7-13/ 2-5 rocznie).
- W całym 2021 prognozujemy 38,7 mln PLN przychodów, 11,4 mln PLN EBIT oraz 9,3 mln PLN zysku netto.
- Zakładamy, że średni koszt wytworzenia gry o niskim/ średnim/ wysokim potencjale będzie wynosił odpowiednio 50-150 tys. PLN/ 0,5 mln PLN/ 1 mln – 1+ mln PLN. Natomiast jeżeli chodzi o remaki, szacujemy, że ich koszt produkcji będzie się kształtował na poziomie ok. 1 mln PLN.
- W latach 2022-2025, spodziewamy się wydawania 3 remaków rocznie, od 2026 ta liczba urośnie do 4.
- Do produkcji remaków zaangażowane 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. Szacujemy, 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 13% od 2021 roku. 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 33,5 mln PLN.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2030 roku.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2020 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 27,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 01.09.2021 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki Forever Entertainment na poziomie 254,3 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 9,4 PLN.**



## Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	38,7	54,1	54,8	52,2	57,5	62,3	66,4	68,9	77,0	76,8
EBIT [mln PLN]	11,4	18,1	17,5	15,0	16,1	16,6	17,4	17,7	20,4	19,8
Stopa podatkowa	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	1,5	2,4	2,3	1,9	2,1	2,2	2,3	2,3	2,7	2,6
NOPLAT [mln PLN]	10,0	15,8	15,2	13,0	14,0	14,5	15,1	15,4	17,8	17,3
Amortyzacja: [mln PLN]	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
CAPEX [mln PLN]	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
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]	5,3	1,3	-1,9	-0,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6
FCF [mln PLN]	17,2	19,5	15,7	14,6	16,0	16,4	17,1	17,3	19,7	19,1
DFCF [mln PLN]	16,7	17,3	12,7	10,8	10,8	10,1	9,6	8,9	9,2	8,2
Suma DFCF [mln PLN]	114,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	239,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	102,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	217,1									
Dług netto 2020 [mln PLN]	-3,8									
Dywidenda 2021 [mln PLN]	0,0									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]	33,5									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>254,3</b>									
Ilość akcji [tys.]	27,2									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>9,4</b>									

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

Przychody zmiana r/r	2,8%	39,7%	1,2%	-4,7%	10,1%	8,5%	6,5%	3,8%	11,7%	-0,2%
EBIT zmiana r/r	-55,1%	58,3%	-3,4%	-14,5%	7,3%	3,6%	4,4%	2,1%	15,0%	-2,7%
FCF zmiana r/r	-4,8%	13,7%	-19,5%	-6,8%	9,1%	2,9%	3,7%	1,6%	13,4%	-2,8%
Marża EBITDA	32,6%	35,7%	34,2%	31,0%	30,1%	28,6%	28,0%	27,5%	28,1%	27,4%
Marża EBIT	29,5%	33,5%	32,0%	28,7%	28,0%	26,7%	26,2%	25,7%	26,5%	25,8%
Marża NOPLAT	25,7%	29,1%	27,8%	25,0%	24,3%	23,2%	22,8%	22,4%	23,1%	22,5%
CAPEX / Przychody	-1,8%	-2,2%	-2,2%	-2,3%	-2,1%	-1,9%	-1,8%	-1,7%	-1,6%	-1,6%
CAPEX / Amortyzacja	-58,1%	-99,9%	-99,9%	-99,9%	-99,9%	-99,9%	-99,9%	-99,9%	-99,9%	-99,9%
Zmiana KO / Przychody	-13,8%	-2,5%	3,5%	1,5%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-499,8%	-8,7%	298,7%	-31,6%	7,9%	9,2%	11,7%	20,3%	6,3%	-408,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Kalkulacja WACC

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
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	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
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	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%

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	1	9,5	9,7	10,1	10,4	10,9	11,4	12,1	12,9	13,9
	1,1	9,0	9,2	9,5	9,8	10,2	10,6	11,1	11,7	12,5
	1,2	8,6	8,8	9,0	9,3	9,6	9,9	10,3	10,8	11,4
	1,3	8,2	8,4	8,6	8,8	9,1	9,4	9,7	10,1	10,6
	1,4	7,9	8,1	8,2	8,4	8,6	8,9	9,1	9,5	9,8
	1,5	7,6	7,7	7,9	8,0	8,2	8,4	8,7	8,9	9,2
	1,6	7,4	7,5	7,6	7,7	7,9	8,0	8,2	8,5	8,7

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	3%	10,7	11,1	11,6	12,2	13,0	13,9	15,1	16,7	19,0
	4%	9,3	9,5	9,8	10,2	10,6	11,1	11,7	12,4	13,3
	5%	8,2	8,4	8,6	8,8	9,1	9,4	9,7	10,1	10,6
	6%	7,5	7,6	7,7	7,8	8,0	8,2	8,4	8,6	8,9
	7%	6,9	6,9	7,0	7,1	7,2	7,4	7,5	7,7	7,8
	8%	6,4	6,4	6,5	6,6	6,6	6,7	6,8	6,9	7,0
	9%	6,0	6,0	6,1	6,1	6,2	6,2	6,3	6,4	6,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

		beta								
		1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
premia za ryzyko	3%	16,3	15,3	14,6	13,9	13,3	12,9	12,4	12,1	11,7
	4%	12,7	12,0	11,5	11,1	10,7	10,4	10,1	9,8	9,6
	5%	10,5	10,0	9,7	9,4	9,1	8,8	8,6	8,5	8,3
	6%	9,0	8,7	8,4	8,2	8,0	7,8	7,7	7,5	7,4
	7%	8,0	7,8	7,5	7,4	7,2	7,1	7,0	6,8	6,8
	8%	7,2	7,0	6,9	6,7	6,6	6,5	6,4	6,3	6,3
	9%	6,6	6,5	6,3	6,2	6,1	6,0	6,0	5,9	5,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

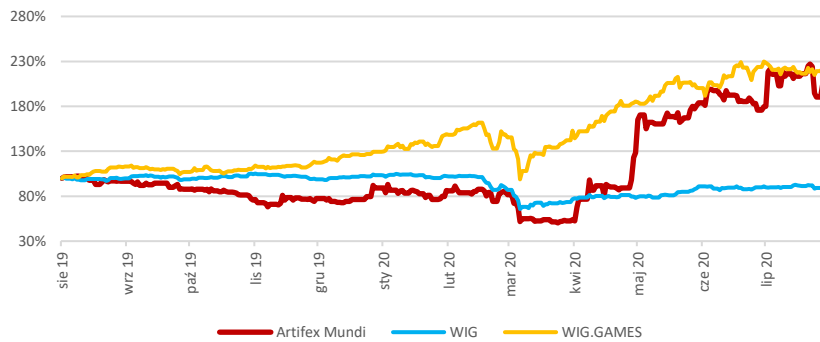
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Forever Entertainment metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **9,0 PLN**. Nie uwzględniamy jej jednak przy końcowej wycenie spółki, gdyż naszym zdaniem, wycena metodą DCF najlepiej sprawdza się w wycenie spółek gamingowych. Ponadto uważamy, że polskie studia różnią się co do profilu i skali prowadzonej działalności dlatego mylnym byłoby włączenie jej do finalnej wyceny.

### Wycena porównawcza [PLN]

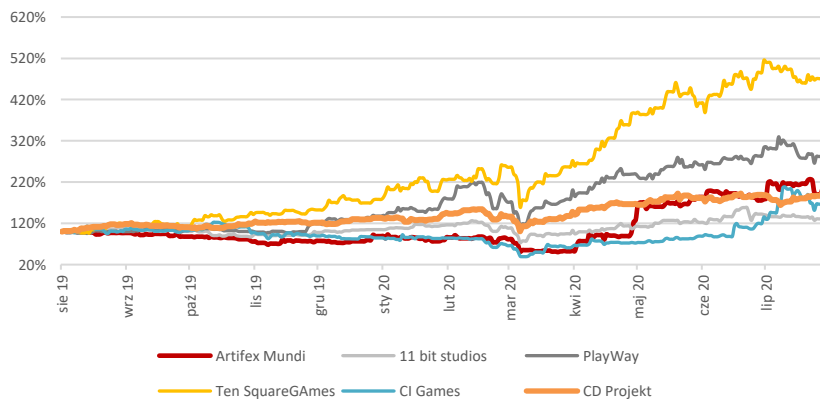
	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
11 bit studios	64,7	66,2	8,9	37,1	35,5	5,5
PlayWay	20,5	17,1	16,3	14,9	12,4	11,8
Ten Square Games	17,9	15,1	13,1	16,2	13,0	11,6
CD Projekt	35,8	29,9	35,4	26,1	19,5	22,3
PCF Group	23,9	18,7	24,7	17,4	13,1	16,2
BoomBit	17,7	15,0	13,2	5,8	3,7	1,8
<b>Mediana grupy</b>	<b>22,2</b>	<b>17,9</b>	<b>14,7</b>	<b>16,8</b>	<b>13,1</b>	<b>11,7</b>
Forever Entertainment	17,4	10,2	10,6	11,5	6,9	7,0
Premia/dyskonto	78,2%	57,1%	28,3%	68,5%	52,7%	40,0%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>7,6</b>	<b>10,4</b>	<b>8,3</b>	<b>8,4</b>	<b>10,3</b>	<b>9,1</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>	<b>8,7</b>			<b>9,3</b>		
Waga wskaźnika	50%			50%		
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>9,0</b>					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Zachowanie kursu na tle WIG i WIG.GAMES



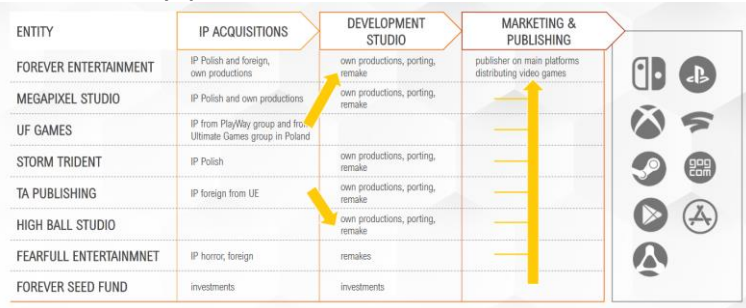
### Zachowanie kursów od sierpnia 2020 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg



### Model biznesowy spółki



Źródło: Spółka

Aktualnie Spółka oferuje już ponad 87 tytułów na konsolę Nintendo Switch, ale także 13 tytułów na konsolę PlayStation 4 i 11 tytułów na konsolę Xbox One. Ponadto premiera pierwszej gry z portfela spółki typu remake pt. Panzer Dragoon: Remake miała swoje miejsce na konsolach streamingowych Google Stadia i Amazon Luna. Poza tym studio wydaje gry na PC poprzez Steam, GOG i na kilka innych platformach, oraz gry na urządzenia mobilne w systemie iOS i Android.

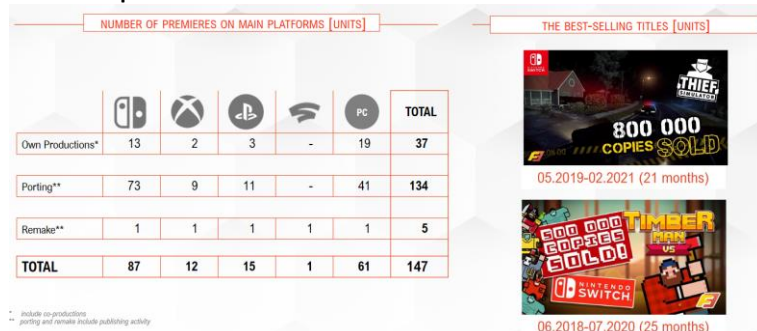
FE nie planuje znaczącego wzrostu liczby wydawanych gier, ale od 2021 roku będzie kładła większy nacisk na produkcje bardziej wymagające i o większym potencjale sprzedaży niż dotychczas oferowane tytuły.

Spółka zapowiedziała szereg premier na najbliższe kwartały, w tym:

- remake'i: Panzer Dragoon II Zwei: Remake, The House of the Dead: Remake, Shadowgate 2, Fear Effect: Reinvented Magical Drop 6, czy leasebel Remake (spółka zamierza rocznie wydawać 3-4 gry tego typu).
- gry własne: The Mansion, Hollow 2, Rise Eterna, Tiara: Deceiving Crown.
- gry portowane: Thief Simulator 2, Train Station Renovation, Aircraft Carrier Simulator, House Flipper City.

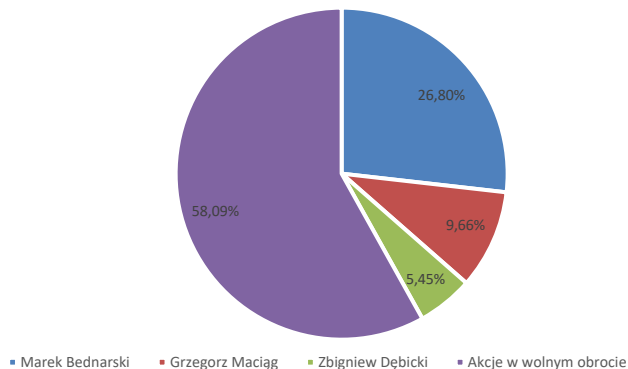
W roku 2021 spółka kontynuuje rozwój działalności wydawniczej i pozyskiwanie coraz ciekawszych gry do dystrybucji w kolejnych latach dzięki z współpracy właścicielami kultowych IP oraz z kilkudziesięcioma developerami z Polski i z całego świata. Potwierdzeniem tych działań jest podpisanie umowy z potentatem światowego rynku gamingu, tj. ze spółką Square Enix. Jednocześnie koncentruje się na rozwoju zespołów deweloperskich w spółce i spółkach grupy, w których posiada udziały.

### Ponad 150 premier



Źródło: Spółka

### Akcjonariat – procentowy udział w kapitale zakładowym



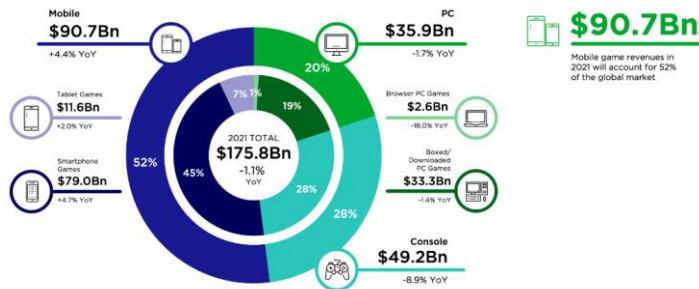
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

## OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma zagranica. Rynek, na którym działa spółka, jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Według portalu Newzoo, wartość branży gier wideo na koniec 2018 wyniosła 138,5 mld USD, a w latach 2018-2023 ma rosnać średniorocznie 7,2%, osiągając 204,6 mld USD w 2023 roku. Za rozwojem tej branży będą stały takie czynniki jak wzrost populacji, nowe technologie przyciągające nowe grupy docelowe, rozwój infrastruktury informatycznej i telekomunikacyjnej, a także rosnąca zamożność społeczeństwa.

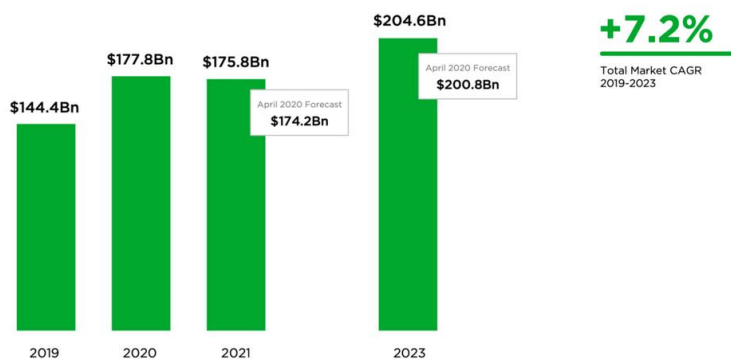
Firma analityczna Newzoo prognozuje spadek wartości rynku gier w 2021 roku. Według analityków trudno będzie przebić zeszłoroczne liczby, które zostały osiągnięte podczas pandemii. Spadek wartości rynku gier w 2021 roku ma być niewielki względem 2020 roku. Według prognoz w tym roku wartość ma spaść do poziomu 175,8 mld USD w porównaniu do 177,8 mld USD w ubiegłym roku (-1,1% r/r). Mimo to, analitycy firmy Newzoo zapewniają, że nie jest to powód do niepokoju w długim terminie. Wpływ na spadek wartości będzie mieć m.in. brak półprzewodników, a chociażby Nvidia przewiduje, że niedobory sprzętów mogą potrwać nawet do końca roku. Newzoo podtrzymuje, że w 2023 roku rynek gier przekroczy 204 mld USD. Zdaniem firmy najszybciej rozwijającym się rynkiem mają być gry mobilne. Analitycy jednak podkreślają, że rok 2022 może należeć do gier konsolowych, kiedy to zaplanowano kilka ciekawych premier na sprzęt nowej generacji.

Podział rynku gamingowego w 2021 roku ze względu na platformę oraz ich zmiana r/r



Źródło: Newzoo

Wartość rynku gier 2019-2023



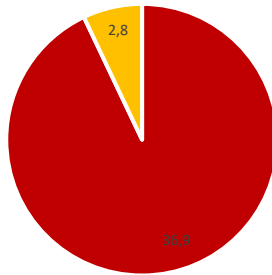
Źródło: Newzoo

Kwartalna sprzedaż konsol Nintendo Switch



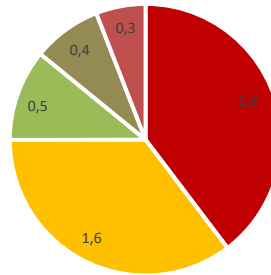
Źródło: www.nintendo.co.jp, spółka

Ameryka Północna



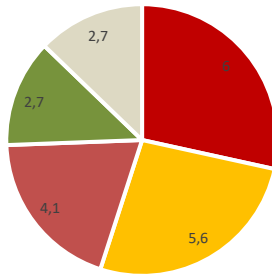
■ USA ■ Kanada

Ameryka Łacińska



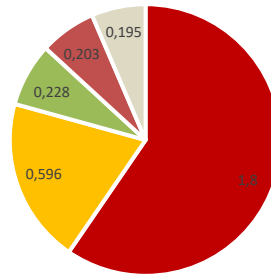
■ Meksyk ■ Brazylia ■ Argentyna ■ Kolumbia ■ Chile

Europa Zachodnia



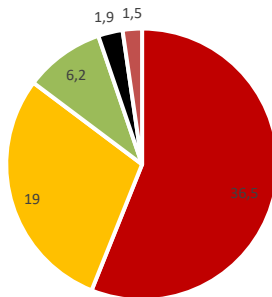
■ Niemcy ■ Wielka Brytania ■ Francja ■ Hiszpania ■ Włochy

Europa Wschodnia



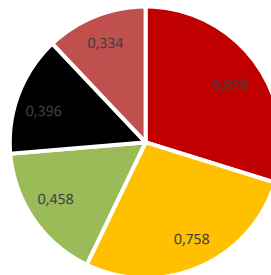
■ Rosja ■ Polska ■ Kazachstan ■ Ukraina ■ Rumunia

Azja - Pacyfik



■ Chiny ■ Japonia ■ Korea Południowa ■ Australia ■ Indie

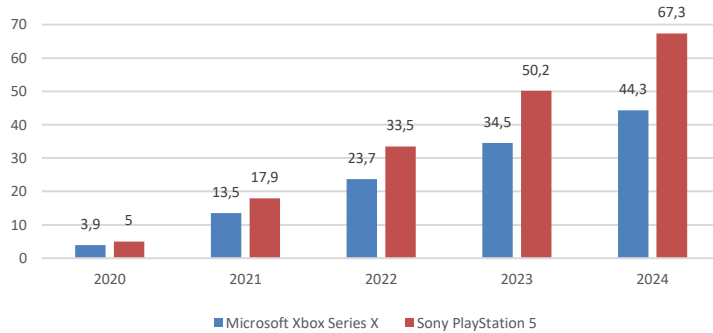
Bliski Wschód i Afryka



■ Turcja ■ Arabia Saudyjska ■ Iran ■ Izrael ■ Zjednoczone Emiraty Arab

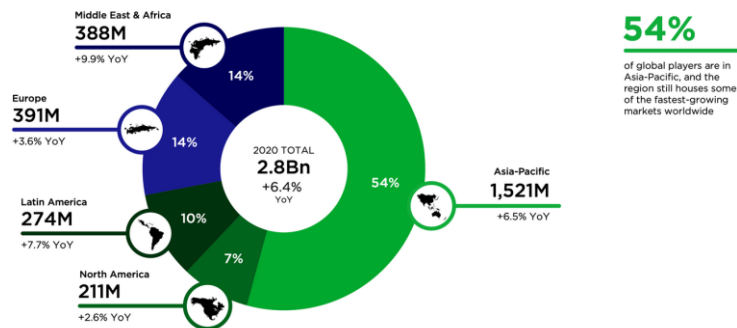
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

**Prognoza sprzedaży nowej generacji konsol - skumulowane [mln sztuk]**



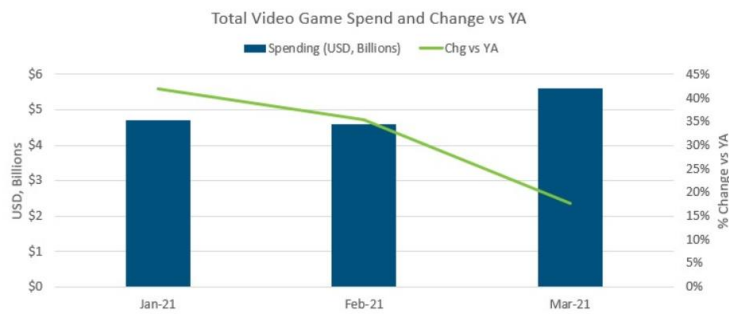
Źródło: Ampere Analysis, Dom Maklerski BDM S.A.

**Podział graczy w 2020 roku ze względu na region oraz ich zmiana r/r**



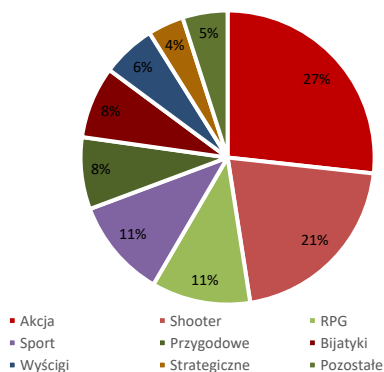
Źródło: Newzoo

**Dynamiki rynku amerykańskiego w poszczególnych miesiącach 2021 roku**



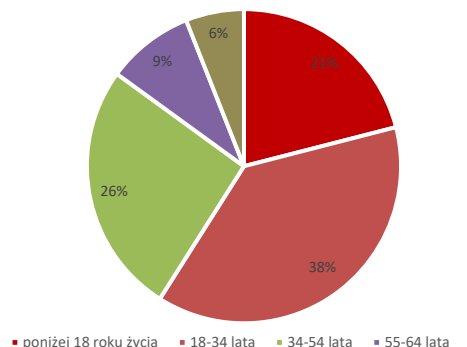
Źródło: The NPD Group

**Sprzedaż gier wideo w USA w podziale na gatunki [%]**



Źródło: www.theesa.com, Dom Maklerski BDM S.A.

**Podział graczy pod względem wieku w USA w 2020 roku [%]**



Źródło: www.Statista.com, Dom Maklerski BDM S.A.



## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Spodziewamy się, że 3Q'21 będzie lepszym okresem q/q pod względem przychodów. Szacujemy, że spółka w omawianym kwartale wypracuje 6,9 mln PLN przychodów, 4,6 mln PLN EBITDA oraz 2,1 mln PLN. Uważamy, że najważniejszym momentem tego roku dla FOR będzie zbliżający się dużymi krokami 4Q'21. Liczymy, że pod koniec tego roku spółka wyda obecnie najważniejszy tytuł w grupie, czyli „The House of the Dead: Remake” – szacujemy jego sprzedaż w 2021 roku na poziomie 142,9 tys. kopii, co przełoży się na 6,4 mln PLN. Ponadto do końca tego roku oczekujemy jeszcze jednej premiery z segmentu reamake, czyli „Fear Effect Reinvented” – szacujemy jej sprzedaż w tym okresie na poziomie 46,7 tys. kopii, co przełoży się na 2,1 mln PLN. W naszym modelu prognozujemy również premierę ważnej gry „Hollow 2”, która naszym zdaniem ma szansę sprzedać się w 4Q'21 w 45 tys. sztuk, tym samym wypracuje 2,0 mln PLN przychodów. W całym 2021 roku spodziewamy się 38,7 mln PLN przychodów, 12,6 mln PLN EBITDA oraz 9,3 mln PLN zysku netto.

W 2022 roku prognozujemy cztery premiery z segmentu reamake („Panzer Dragoon II Zwei”, „The House of the Dead 2”, „Shadowgate 2” oraz „lesabel Remake”) co przełoży się na 26,4 mln PLN przychodów. Zakładamy również, że spółka wyda ok. 2 gier z dużym potencjałem monetyzacji (5,5 mln PLN), 7 ze średnim (10,0 mln PLN) oraz 31 z małym (1,0 mln PLN). W całym 2022 roku spodziewamy się 54,1 mln PLN przychodów, 19,3 mln PLN EBITDA oraz 15,8 mln PLN. Największymi pozycjami kosztowymi związanymi z produkcją gier i rev share będą usługi obce (28,0 mln PLN) oraz wynagrodzenia (6,3 mln PLN).

### Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

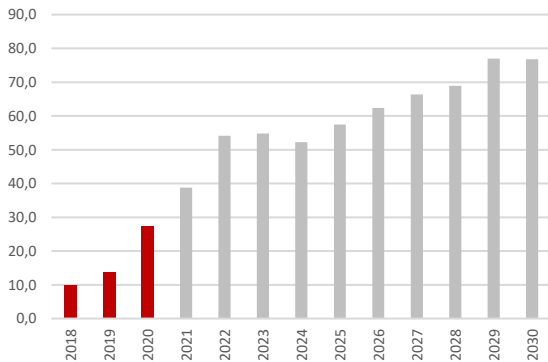
	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21P	4Q'21P
Przychody	2,5	3,9	4,0	3,3	6,5	8,5	8,2	4,1	7,5	5,5	6,9	18,9
Zysk brutto ze sprzedaży	0,9	1,3	1,2	-0,6	4,2	2,2	1,5	-0,3	2,4	-1,8	4,2	6,1
EBITDA	1,1	1,9	2,1	0,6	4,5	2,7	1,9	0,1	2,8	-1,3	4,6	6,5
EBIT	1,0	1,5	1,4	-0,4	4,2	2,5	1,6	-0,2	2,6	-1,6	4,3	6,2
Wynik brutto	1,0	3,7	1,4	1,0	4,2	12,4	1,7	-0,3	2,6	-0,6	4,3	6,2
Wynik netto	1,0	3,5	1,2	0,8	3,6	9,8	1,4	-0,6	2,1	-0,6	2,1	5,6
marża brutto	37,6%	35,0%	29,3%	-16,9%	64,9%	25,6%	17,7%	-7,7%	31,6%	-32,3%	60,5%	32,1%
marża EBITDA	41,9%	48,9%	52,1%	16,9%	69,2%	32,1%	22,8%	1,5%	37,8%	-24,2%	66,9%	34,4%
marża EBIT	39,6%	38,5%	35,1%	-12,0%	64,9%	28,9%	19,4%	-5,2%	34,1%	-29,7%	62,5%	32,8%
marża netto	38,5%	91,1%	29,2%	23,5%	56,4%	114,8%	17,2%	-14,2%	28,2%	-10,2%	30,5%	29,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

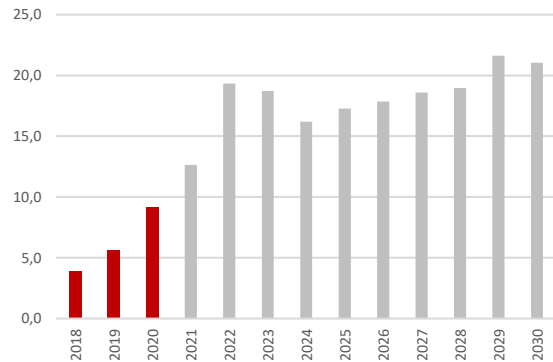
### Prognoza ogólna na lata 2021-2030 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	9,8	13,7	27,3	38,7	54,1	54,8	52,2	57,5	62,3	66,4	68,9	77,0	76,8
Zysk brutto ze sprzedaży	3,0	2,9	7,5	10,8	17,8	17,5	15,0	16,1	16,6	17,4	17,7	20,4	19,8
EBITDA	3,9	5,6	9,2	12,6	19,3	18,7	16,2	17,3	17,9	18,6	18,9	21,6	21,1
EBIT	3,4	3,5	8,0	11,4	18,1	17,5	15,0	16,1	16,6	17,4	17,7	20,4	19,8
Wynik brutto	3,3	7,1	18,1	12,5	18,1	17,5	15,0	16,1	16,6	17,4	17,7	20,4	19,8
Wynik netto	3,3	6,4	14,3	9,3	15,8	15,2	13,0	14,0	14,5	15,1	15,4	17,8	17,3
marża brutto	30,7%	21,2%	27,5%	28,0%	33,0%	32,0%	28,7%	28,0%	26,7%	26,2%	25,7%	26,5%	25,8%
marża EBITDA	40,2%	40,8%	33,5%	32,6%	35,7%	34,2%	31,0%	30,1%	28,6%	28,0%	27,5%	28,1%	27,4%
marża EBIT	34,2%	25,4%	29,4%	29,5%	33,5%	32,0%	28,7%	28,0%	26,7%	26,2%	25,7%	26,5%	25,8%
marża netto	33,5%	46,9%	52,3%	23,9%	29,1%	27,8%	25,0%	24,3%	23,2%	22,8%	22,4%	23,1%	22,5%

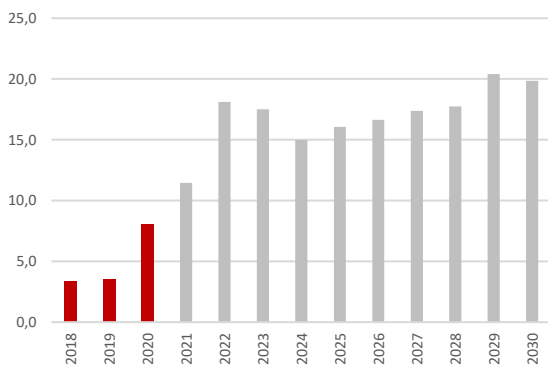
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przychody [mln PLN]**


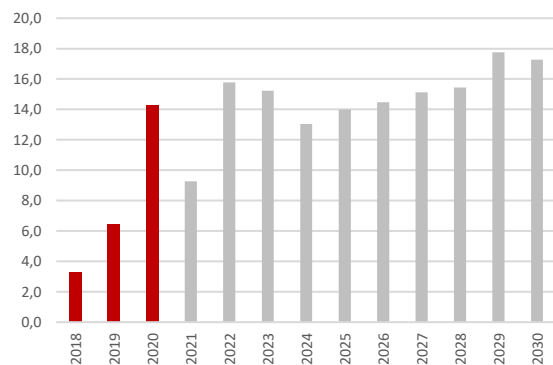
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBITDA [mln PLN]**


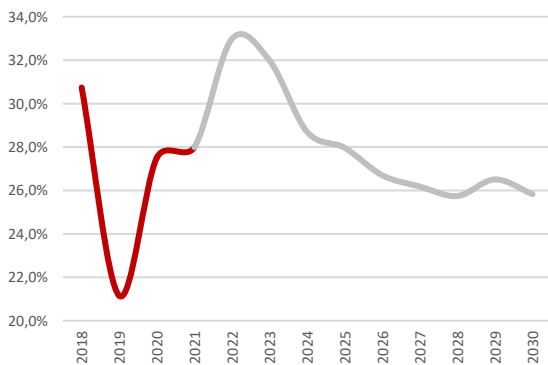
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBIT [mln PLN]**


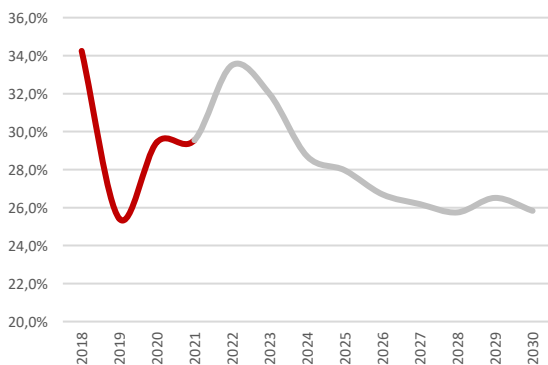
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Zysk netto [mln PLN]**


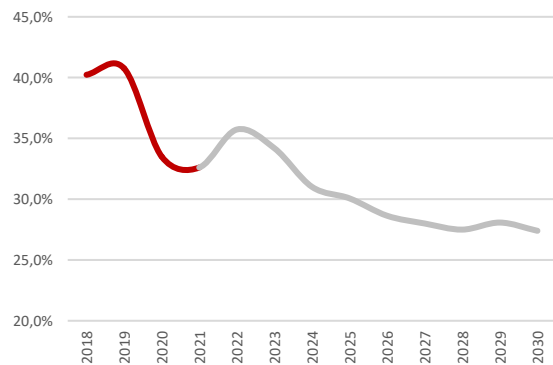
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*MSSF 16 od 1Q'19

**Marża brutto [%]**


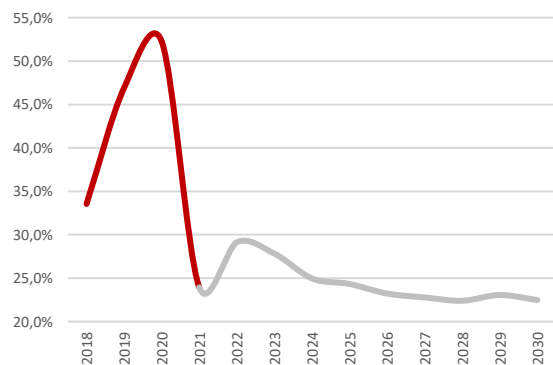
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża EBIT [%]**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża EBITDA [%]**


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	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>14,8</b>	<b>24,3</b>	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>	<b>25,4</b>
Wartości niematerialne	4,4	3,4	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Investycje długoterminowe	5,1	15,0	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5,1	5,8	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>4,9</b>	<b>11,3</b>	<b>31,4</b>	<b>45,0</b>	<b>46,5</b>	<b>48,2</b>	<b>53,8</b>	<b>55,3</b>	<b>56,8</b>	<b>57,6</b>	<b>61,5</b>	<b>61,0</b>
Zapasy	1,3	1,7	3,8	2,5	3,8	4,2	4,7	5,2	5,7	6,2	6,7	7,3
Należności z tytułu dostaw i usług	2,4	4,0	9,1	11,7	10,6	11,0	12,4	13,3	14,1	14,6	16,1	16,1
Investycje krótkoterminowe	0,3	4,0	16,1	28,3	29,8	30,6	34,4	34,4	34,6	34,4	36,2	35,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,3	4,0	16,0	28,2	29,6	30,5	34,2	34,3	34,5	34,3	36,1	35,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,8	1,7	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
<b>Aktywa razem</b>	<b>19,6</b>	<b>35,6</b>	<b>56,8</b>	<b>70,4</b>	<b>72,0</b>	<b>73,6</b>	<b>79,3</b>	<b>80,8</b>	<b>82,2</b>	<b>83,0</b>	<b>86,9</b>	<b>86,4</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>16,6</b>	<b>30,6</b>	<b>39,6</b>	<b>50,7</b>	<b>54,1</b>	<b>55,7</b>	<b>59,9</b>	<b>60,4</b>	<b>61,1</b>	<b>61,4</b>	<b>63,7</b>	<b>63,2</b>
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
Zobowiązania długoterminowe	0,2	0,1	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	14,2	16,9	15,1	15,1	16,5	17,5	18,4	18,9	20,4	20,4
<b>Pasywa razem</b>	<b>19,6</b>	<b>35,6</b>	<b>56,8</b>	<b>70,4</b>	<b>72,0</b>	<b>73,6</b>	<b>79,3</b>	<b>80,8</b>	<b>82,2</b>	<b>83,0</b>	<b>86,9</b>	<b>86,4</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
Przychody ze sprzedaży	13,7	27,3	38,7	54,1	54,8	52,2	57,5	62,3	66,4	68,9	77,0	76,8
Wynik brutto ze sprzedaży	2,9	7,5	10,8	17,8	17,5	15,0	16,1	16,6	17,4	17,7	20,4	19,8
EBITDA	5,6	9,2	12,6	19,3	18,7	16,2	17,3	17,9	18,6	18,9	21,6	21,1
Amortyzacja	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EBIT	3,5	8,0	11,4	18,1	17,5	15,0	16,1	16,6	17,4	17,7	20,4	19,8
Wynik brutto	7,1	18,1	12,5	18,1	17,5	15,0	16,1	16,6	17,4	17,7	20,4	19,8
Wynik netto	6,4	14,3	9,3	15,8	15,2	13,0	14,0	14,5	15,1	15,4	17,8	17,3
<b>Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
CF operacyjny	11,1	3,4	12,7	18,0	14,5	13,4	14,8	15,2	15,9	16,1	18,5	17,9
CF inwestycyjny	-9,5	0,0	-0,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
CF finansowy	-2,2	-0,1	0,0	-4,6	-11,8	-11,4	-9,8	-14,0	-14,5	-15,1	-15,4	-17,8
CF netto	-0,6	3,7	12,0	12,2	1,5	0,8	3,8	0,1	0,2	-0,2	1,8	-1,1
Środki pieniężne na początek okresu	0,7	0,3	4,0	16,0	28,2	29,6	30,5	34,2	34,3	34,5	34,3	36,1
Środki pieniężne na koniec okresu	0,1	4,0	16,0	28,2	29,6	30,5	34,2	34,3	34,5	34,3	36,1	35,0
<b>Dynamiki / marże / wskaźniki</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
Przychody zmiana r/r	40,1%	99,0%	41,8%	39,7%	1,2%	-4,7%	10,1%	8,5%	6,5%	3,8%	11,7%	-0,2%
EBITDA zmiana r/r	41,9%	63,6%	38,0%	53,1%	-3,2%	-13,5%	6,7%	3,3%	4,1%	1,9%	14,1%	-2,6%
EBIT zmiana r/r	4,0%	130,4%	42,3%	58,3%	-3,4%	-14,5%	7,3%	3,6%	4,4%	2,1%	15,0%	-2,7%
Wynik netto zmiana r/r	95,9%	121,7%	-35,1%	70,0%	-3,4%	-14,5%	7,3%	3,6%	4,4%	2,1%	15,0%	-2,7%
Marża brutto na sprzedaży	21,2%	27,5%	28,0%	33,0%	32,0%	28,7%	28,0%	26,7%	26,2%	25,7%	26,5%	25,8%
Marża EBITDA	40,8%	33,5%	32,6%	35,7%	34,2%	31,0%	30,1%	28,6%	28,0%	27,5%	28,1%	27,4%
Marża EBIT	25,4%	29,4%	29,5%	33,5%	32,0%	28,7%	28,0%	26,7%	26,2%	25,7%	26,5%	25,8%
Marża netto	46,9%	52,3%	23,9%	29,1%	27,8%	25,0%	24,3%	23,2%	22,8%	22,4%	23,1%	22,5%
ROE	38,8%	46,7%	23,4%	31,1%	28,2%	23,4%	23,3%	24,0%	24,8%	25,1%	27,9%	27,3%
ROA	32,8%	40,1%	16,3%	22,4%	21,2%	17,7%	17,6%	17,9%	18,4%	18,6%	20,4%	20,0%
Dług netto [mln PLN]	0,0	-3,8	-15,9	-28,1	-29,5	-30,4	-34,1	-34,2	-34,4	-34,2	-36,0	-34,9
Dług netto/Kapitał własny	0,3%	-12,4%	-40,1%	-55,4%	-54,6%	-54,5%	-57,0%	-56,6%	-56,3%	-55,7%	-56,5%	-55,2%
Dług netto/EBITDA	0,0	-0,4	-1,3	-1,5	-1,6	-1,9	-2,0	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7
Dług netto/EBIT	0,0	-0,5	-1,4	-1,5	-1,7	-2,0	-2,1	-2,1	-2,0	-1,9	-1,8	-1,8
EV [mln PLN]	161,1	157,2	145,2	133,0	131,5	130,7	126,9	126,8	126,7	126,9	125,0	126,1
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
CAPEX/Amortyzacja	9,2	0,0	0,6	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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
Zmiana KO/Przychody	0,2	0,0	-0,1	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	-0,5	-0,1	3,0	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	-4,1
MC/S	11,7	5,9	4,2	3,0	2,9	3,1	2,8	2,6	2,4	2,3	2,1	2,1
P/E	25,0	11,3	17,4	10,2	10,6	12,4	11,5	11,1	10,6	10,4	9,1	9,3
P/BV	9,7	5,3	4,1	3,2	3,0	2,9	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5
P/CE	119,9	21,3	3,4	3,3	3,0	2,5	2,4	2,5	2,6	2,7	2,9	2,9
EV/EBITDA	28,8	17,2	11,5	6,9	7,0	8,1	7,3	7,1	6,8	6,7	5,8	6,0
EV/EBIT	46,1	19,5	12,7	7,3	7,5	8,7	7,9	7,6	7,3	7,2	6,1	6,4
EV/S	11,7	5,8	3,7	2,5	2,4	2,5	2,2	2,0	1,9	1,8	1,6	1,6
BVPS	0,6	1,1	1,5	1,9	2,0	2,0	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3
EPS	0,2	0,5	0,3	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,6
CEPS	0,0	0,3	1,7	1,8	1,9	2,3	2,4	2,4	2,3	2,2	2,0	2,0
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	4,6	11,8	11,4	9,8	14,0	14,5	15,1	15,4	17,8
DPS	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7
Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	7,3%	7,1%	6,1%	8,7%	9,0%	9,4%	9,6%	11,0%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 5,92 PLN.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
gry komputerowe

**Michał Fidelus**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl  
banki, finanse

**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 668 516 977  
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl  
deweloperzy, handel, media

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
gry komputerowe

**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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	9,4	-	-	01.09.2021	07:00 CEST	5,92	70 930

*\*Material 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 3Q'21*:	, 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	8	89%	0	0%
Akumuluj	1	11%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	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](http://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 portfelowo inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty 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 portfelowo 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 01.09.2020 roku (07:00 CEST). 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 01.09.2021 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 jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- 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.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.