



Dom Maklerski BDM S.A.

FOREVER ENTERTAINMENT

RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do walołów Forever Entertainment i wydajemy zalecenie KUPUJ, ustalając cenę docelową na poziomie 8,0 PLN/akcję. Już 07.04.2022r. zadebiutuje długo wyczekiwana gra „The House of The Dead: Remake” (ponad 5x większe zainteresowanie grą po publikacji trailera vs „Panzer Dragoon”), która naszym zdaniem w istotny sposób przełoży się na osiągnięte wyniki finansowe (szacujemy, że w samym 2022 r. gra będzie w stanie sprzedać się w nakładzie ok. 240 tys. kopii). Ponadto, wszystkie z planowanych remaków na 2021 r. zostały przesunięte na obecny rok. Z ostatniej konferencji wiemy, że obecnie 5 remaków jest ukończonych bądź w zaawansowanej fazie, w tym niedawno zapowiedziana gra z portfela japońskiego giganta (Square Enix) „Front Mission 1st: Remake” (potencjał sprzedaży tego IP jest znacznie większy od takich hitów jak „Panzer Dragoon” i „House of The Dead”).

Już niebawem bo 07.04.2022 r. będzie miała miejsce długo wyczekiwana premiera gry „The House of The Dead: Remake”. Spółka, pomimo iż miała gotowy produkt pod koniec zeszłego roku, zwlekała z jego debiutem szukając jak najlepszego okienka wydawniczego (pierwotnie planowany na końcówkę 2021 r.). Spodziewamy, się że „THoTD” będzie miał istotny wpływ na wyniki spółki w tym roku. Szacujemy, że w całym 2022 r. może sprzedać się ok. 240 tys. kopii (łącznie na wszystkich platformach).

W lutym podczas jednego z najważniejszych wydarzeń (Nintendo Direct) dla producentów i wydawców gier na Nintendo Switch zaprezentowano IP, które pozyskał FOR w ramach umowy ze Square Enix. Tym samym rozpoczęła się kampania marketingowa gier „Front Mission: Remake” (1,2). Już latem tego roku zadebiutuje pierwsza część. Warto podkreślić, że potencjał sprzedaży tego IP jest znacznie większy obecnie wydanych lub czekających na debiut remaków, czyli „Panzer Dragoon” i „House of The Dead”.

Spodziewamy się, że przed nami bardzo mocny pod względem wyników jak i marketingowym rok dla spółki. Wszystkie planowane na 2021 r. remaki zostały przesunięte na 2022 r. Wiemy z ostatniej konferencji, że obecnie 5 remaków jest ukończonych bądź w zaawansowanej fazie. Szacujemy, że spółka będzie w stanie w tym roku wypracować 16,8 mln PLN zysku netto, co przełoży się na atrakcyjny wskaźnik P/E na poziomie 8,5x.

W zeszłym roku spółka zależna FOR (Forever Seed Fund), zawarła umowę z Nintendo zgodnie, z którą będą współpracowali przy poszukiwaniu deweloperów posiadających, realizujących lub planujących wykonanie wysokiej jakości gier. W ramach tej umowy FSF będzie nawiązywało współpracę z wyselekcjonowanymi deweloperami w celu wydania ich gier na konsoli Nintendo Switch. Warto podkreślić, iż jest to taka pierwsza umowa zawarta przez japońskiego giganta z innym podmiotem. Naszym zdaniem pokazuje ambitny kierunek, w którym zamierza rozwijać się cała grupa FOR, czyli portowanie na konsolę Nintendo Switch wysoko wartościowych IP/gier (przy wysokobudżetowych projektach z udziałem finansowania i marketingiem Nintendo).

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	13,7	27,3	25,8	66,2	84,6	75,4
EBITDA [mln PLN]	5,6	9,2	2,2	21,7	21,2	21,6
EBIT [mln PLN]	3,5	8,0	1,0	20,5	20,0	20,4
Wynik brutto [mln PLN]	7,1	18,1	2,3	20,5	20,0	20,4
Wynik netto [mln PLN]	6,4	14,3	1,6	16,8	16,4	16,7
P/BV	8,6	4,7	4,5	3,0	2,8	2,5
P/E	22,1	10,0	90,8	8,5	8,7	8,5
EV/EBITDA	25,4	15,1	62,6	5,7	5,5	5,4
EV/EBIT	40,8	17,2	134,0	6,1	5,9	5,7
DPS	0	0	0	0,0	0,5	0,5
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	8,9%	8,6%

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

KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 8,0 PLN

24 MARCA 2022, 08:00 CET

Wycena końcowa [PLN]	8,0
Potencjał do wzrostu / spadku	53%
Koszt kapitału	11,5%
Cena rynkowa [PLN]	5,23
Kapitalizacja [mln PLN]	142,3
Ilość akcji [mln. szt.]	27,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,9
Stopa zwrotu za 3 mc	-18,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-30,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-25,3%
Struktura akcjonariatu:	
Marek Bednarski z osobami powiązanimi	27,2%
Grzegorz Maciąg	9,7%
Zbigniew Dębicki	5,5%
Pozostali	57,6%

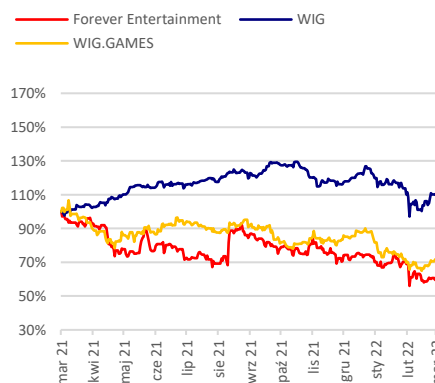
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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.

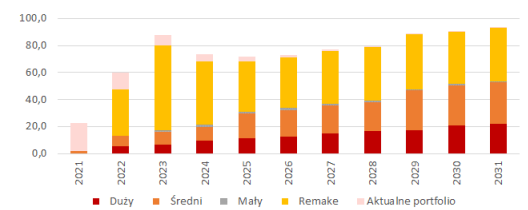
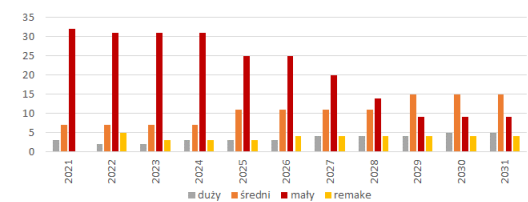
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 4Q'21 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	8
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	10

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	13,7	27,3	25,8	66,2	84,6	75,4	73,5
Zysk brutto ze sprzedaży	2,9	7,5	0,8	20,5	20,0	20,4	20,1
SG&A	10,8	19,8	25,1	45,7	64,6	55,0	53,3
PPO/PKO	0,6	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	5,6	9,2	2,2	21,7	21,2	21,6	21,3
EBIT	3,5	8,0	1,0	20,5	20,0	20,4	20,1
Zysk brutto	7,1	18,1	2,3	20,5	20,0	20,4	20,1
Zysk netto	6,4	14,3	1,6	16,8	16,4	16,7	16,5
Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	14,8	24,3	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Wartości niematerialne	4,4	3,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Investycje długoterminowe	5,1	15,0	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5,1	5,8	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Aktywa obrotowe	4,9	11,3	18,7	41,8	52,8	54,2	58,5
Zapasy	1,3	1,7	5,3	11,4	8,5	10,3	11,7
Należności z tytułu dostaw i usług	2,4	4,0	5,4	9,1	16,1	13,8	14,1
Investycje krótkoterminowe	0,3	4,0	5,2	18,4	25,2	27,1	29,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,3	4,0	4,8	18,1	24,9	26,8	29,3
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,8	1,7	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Aktywa razem	19,6	35,6	44,0	67,0	78,0	79,4	83,7
Kapitał własny	16,6	30,6	31,8	47,9	51,7	56,1	60,0
Rezerwy na zobowiązania	0,7	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Zobowiązania długoterminowe	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	0,9	1,5	9,2	16,4	23,6	20,5	20,9
Pasywa razem	19,6	35,6	44,0	67,0	78,0	79,4	83,7
Dług netto	0,0	-3,8	-4,7	-18,0	-24,8	-26,7	-29,2
Dług netto/ Kapitał własny	0,3%	-12,4%	-14,9%	-37,6%	-48,0%	-47,6%	-48,7%
Dług netto/ EBITDA	0,0	-0,4	-2,2	-0,8	-1,2	-1,2	-1,4
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	11,1	3,4	1,1	15,2	20,5	15,4	16,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9,5	0,3	-0,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Przepływy z działalności finansowej	-2,2	-0,1	-0,1	-0,8	-12,6	-12,3	-12,6
Przepływy pieniężne netto	-0,6	3,7	0,8	13,3	6,8	1,9	2,5
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	22,1	10,0	90,8	8,5	8,7	8,5	8,6
P/BV	8,6	4,7	4,5	3,0	2,8	2,5	2,4
EV/ EBITDA	25,4	15,1	62,6	5,7	5,5	5,4	5,3
EV/EBIT	40,8	17,2	134,0	6,1	5,9	5,7	5,6
EV/S	10,4	5,1	5,3	1,9	1,4	1,5	1,5
MC/S	10,4	5,2	5,5	2,1	1,7	1,9	1,9
BVPS	0,6	1,1	1,2	1,8	1,9	2,1	2,2
EPS	0,2	0,5	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5
Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	40,1%	99,0%	-5,4%	156,2%	27,8%	-10,8%	-2,6%
EBITDA zmiana r/r	41,9%	63,6%	-76,0%	885,4%	-2,2%	1,8%	-1,2%
Zysk netto zmiana r/r	95,9%	121,7%	-89,0%	972,2%	-2,4%	2,0%	-1,3%
Marża brutto na sprzedaży	21,2%	27,5%	3,0%	31,0%	23,7%	27,0%	27,4%
Marża EBITDA	40,8%	33,5%	8,5%	32,7%	25,0%	28,6%	29,0%
Marża EBIT	25,4%	29,4%	4,0%	31,0%	23,7%	27,0%	27,4%
Marża netto	46,9%	52,3%	6,1%	25,4%	19,4%	22,2%	22,5%
ROE	38,8%	46,7%	4,9%	35,1%	31,8%	29,8%	27,5%
ROA	32,8%	40,1%	3,6%	25,1%	21,0%	21,1%	19,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * obliczone przy cenie rynkowej 5,23PLN.

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

FOR - ilość wydawanych gier ze względu na potencjał monetaryzacji


Główne założenia	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	60,1	87,5	73,6	72,0
Najważniejsze tytuły:				
<i>The Dealer Simulator</i>	2,0	1,0	0,5	0,1
<i>Uboat</i>	1,3	0,5	0,2	0,1
<i>The House of the Dead: Remake</i>	11,5	5,9	2,9	1,6
<i>The House of the Dead 2</i>	0,0	12,7	6,2	3,0
<i>Panzer Dragoon II Zwei</i>	3,9	1,9	1,0	0,5
<i>Fear Effect Reinvented</i>	1,0	0,4	0,2	0,1
<i>Shadowgate 2</i>	0,0	4,2	1,3	0,6
<i>Hollow 2</i>	2,1	0,8	0,3	0,2
<i>Isabel Remake</i>	3,9	1,3	0,7	0,4
<i>Front Mission 1st: Remake</i>	13,9	10,4	5,3	2,6
<i>Front Mission 2: Remake</i>	0,0	14,3	10,6	5,2
Podział na potencjał monetaryzacji:				
Nowe gry:				
<i>Duży</i>	5,4	6,4	9,3	11,3
<i>Średni</i>	7,5	9,7	10,4	18,2
<i>Mały</i>	0,4	1,2	1,5	1,7
<i>Remake</i>	34,2	62,8	47,2	37,2
Aktualne portfolio	12,5	7,5	5,3	3,7
Ilość wydawanych gier:				
Podział na potencjał monetaryzacji:	45,0	43,0	44,0	42,0
<i>Duży</i>	2,0	2,0	3,0	3,0
<i>Średni</i>	7,0	7,0	7,0	11,0
<i>Mały</i>	31,0	31,0	31,0	25,0
<i>Remake</i>	5,0	3,0	3,0	3,0
USD/PLN	4,275	4,460	4,530	4,430

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 100% wagi, z kolei analizie porównawczej 0%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 8,0 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 6,8 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 217,0 mln PLN, czyli **8,0 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	217,0	8,0	53%
B	Wycena porównawcza	286,3	6,8	31%
C = (100%*A + 0%*B)		Wycena końcowa	217,0	8,0
				53%

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 5,0%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,3x.

Główne założenia modelu:

- W 2022 r. spodziewamy się 5 premier gier z segmentu remake, w tym: „The House of the Dead”, „Fear Effect Reinvented”, „Front Mission 1st:Remake”, „Panzer Dragoon II Zwei” oraz „Iesabel Remake”. Dla wyżej wspomnianych tytułów szacujemy sprzedaż tys. kopii w 2022r. odpowiednio na poziomie 243/22/199/79/78. W całym 2022 r. prognozujemy 66,2 mln PLN przychodów, 21,7 mln PLN EBITDA oraz 16,8 mln PLN zysku netto.
- W całym 2022 roku liczymy na debiut łącznie ok. 45 projektów. W związku z umową z Nintendo liczymy na szybszą koncentrację swoich mocy produkcyjnych na projektach o wyższym potencjale monetyzacji. Zakładamy, że w kolejnych latach ilość premier będzie kształtowała się na poziomie ok. 33–44, przy czym większość z nich (blisko 72% zmierzające w stronę 30% na koniec 2031 r.) będą cechowały się niskim potencjałem i krótkim ogonem życia. Reszta to tytuły ze średnim i wysokim potencjałem monetyzacji (odpowiednio po ok. 7-15/ 2-5 rocznie).
- Zakładamy, że średni koszt wytworzenia gry o niskim/ średnim/ wysokim potencjale będzie wynosił odpowiednio 50-200 tys. PLN/ 0,6-0,8 mln PLN/ 1-2 mln PLN. Natomiast jeżeli chodzi o remaki, szacujemy, że ich koszt produkcji będzie się kształtował na poziomie ok. 1-2 mln PLN.
- W latach 2023-2025, spodziewamy się wydawania średnio 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 18% (podwyższamy w związku z brakiem efektu w 2021 r.). 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 2031 roku.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2021 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 27,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 24.03.2022 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Forever Entertainment na poziomie 217,0 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 8,0 PLN.

Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	66,2	84,6	75,4	73,5	74,8	78,8	81,3	90,7	92,7	95,8
EBIT [mln PLN]	20,5	20,0	20,4	20,1	20,0	20,7	20,9	23,8	23,6	23,9
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]	3,7	3,6	3,7	3,6	3,6	3,7	3,8	4,3	4,3	4,3
NOPLAT [mln PLN]	16,8	16,4	16,7	16,5	16,4	17,0	17,1	19,5	19,4	19,6
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]	1,2	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]	-2,6	3,0	-2,5	-1,4	-1,6	-1,7	-1,9	-2,0	-2,2	-2,4
FCF [mln PLN]	16,5	21,7	16,5	17,4	17,1	17,6	17,6	19,9	19,5	19,6
DFCF [mln PLN]	15,2	17,9	12,2	11,5	10,2	9,4	8,4	8,5	7,5	6,8
Suma DFCF [mln PLN]	107,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	206,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	71,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	178,9									
Dług netto 2021 [mln PLN]	-4,7									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]	33,5									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	217,0									
Ilość akcji [tys.]	27,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	8,0									

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

Przychody zmiana r/r	156,2%	27,8%	-10,8%	-2,6%	1,9%	5,3%	3,1%	11,5%	2,2%	3,4%
EBIT zmiana r/r	1896,7%	-2,3%	1,9%	-1,3%	-0,9%	3,7%	0,9%	13,8%	-0,5%	1,1%
FCF zmiana r/r	250,1%	31,5%	-24,0%	5,3%	-1,5%	2,8%	0,0%	12,8%	-1,6%	0,1%
Marża EBITDA	32,7%	25,0%	28,6%	29,0%	28,2%	27,7%	27,1%	27,5%	26,8%	26,2%
Marża EBIT	31,0%	23,7%	27,0%	27,4%	26,7%	26,3%	25,7%	26,2%	25,5%	24,9%
Marża NOPLAT	25,4%	19,4%	22,2%	22,5%	21,9%	21,5%	21,1%	21,5%	20,9%	20,4%
CAPEX / Przychody	-1,8%	-1,4%	-1,5%	-1,6%	-1,6%	-1,5%	-1,5%	-1,3%	-1,3%	-1,3%
CAPEX / Amortyzacja	-99,2%	-99,3%	-99,3%	-99,4%	-101,1%	-101,2%	-101,2%	-101,2%	-101,2%	-101,3%
Zmiana KO / Przychody	3,9%	-3,5%	3,4%	2,0%	2,1%	2,1%	2,3%	2,2%	2,4%	2,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	6,5%	-16,2%	-27,6%	-72,6%	113,7%	42,6%	75,2%	21,2%	111,0%	75,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
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	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
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	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%

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

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

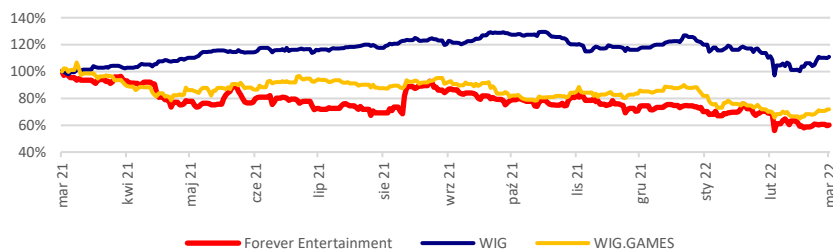
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Forever Entertainment metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **6,8 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		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
11 bit studios	87,5	10,2	15,0	61,5	6,8	8,3
Artufex Mundi*	9,2	8,6	6,7	6,6	6,0	4,7
BoomBit*	12,8	12,1	11,6	3,4	2,8	2,2
CD Projekt	39,2	41,4	51,5	25,2	27,7	28,4
CI Games	21,0	4,8	-	7,4	2,2	-
Huuuge Games	7,6	6,9	6,3	2,0	1,0	0,1
PCF Group	23,0	23,8	19,2	16,3	16,4	14,0
PlayWay	15,8	13,8	11,3	10,8	9,1	8,0
Ten Square Games	7,6	6,4	7,0	6,3	4,9	4,7
Mediana grupy	15,8	10,2	11,5	7,4	6,0	6,4
Forever Entertainment	8,5	8,7	8,5	5,7	5,5	5,4
Premia/dyskonto	53,4%	85,4%	74,1%	77,8%	92,8%	84,3%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	9,8	6,1	7,1	6,5	5,6	6,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]	7,7			6,0		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	6,8					

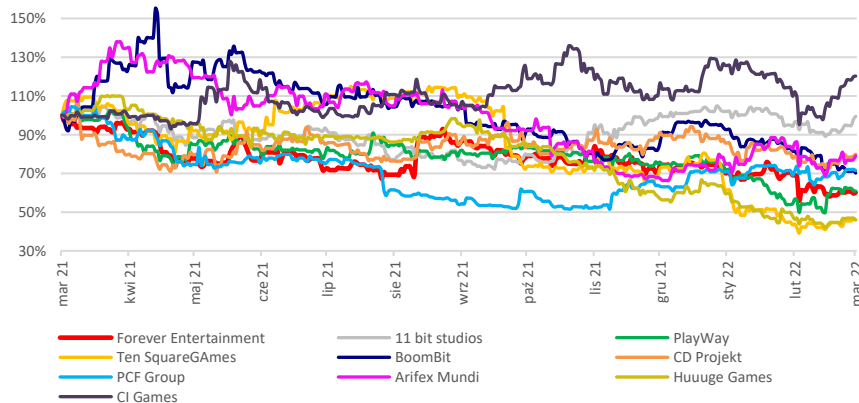
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *-prognozy BDM

Zachowanie kursu na tle WIG i WIG.GAMES



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od marca 2021 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 4Q'21 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki Forever Entertainment za 4Q'21 okazały się poniżej naszych oczekiwań, jednak w związku z faktem iż był to „przejściowy” okres bez ważnych premier i wciąż czekamy na najważniejsze debiuty (już **7.04.2022 r.** – „**The House of the Dead: Remake**”) odebraliśmy je **lekką negatywnie**. W 4Q'21 spółka na poziomie przychodów wypracowała 5,2 mln PLN (+27,9% r/r), **co było zgodne z naszymi oczekiwaniami**. Za 87,9% tej pozycji odpowiadały przychody wygenerowane ze sprzedaży produktów, wynik ten został osiągnięty głównie z gier, które miały premiery przed 2021 rokiem. Resztę, czyli 0,6 mln PLN stanowiła zmiana stanu produktów (-32,9% q/q). Największymi pozycjami kosztowymi były jak zwykle usługi obce (tutaj dominującym kosztem jest rev. share z dostawcami IP oraz ze studiami deweloperskimi), które wyniosły 4,7 mln PLN (+17,8% q/q oraz +51,9% r/r, o **1,2 mln PLN wyższe od naszych założeń**) oraz wynagrodzenia = 1,4 mln PLN (-2,7% q/q oraz +68,7% r/r). Spółka w 4Q'21 wypracowała -1,4 mln PLN EBITDA (vs 0,1 mln PLN w 4Q'20.) oraz 1,6 mln PLN straty netto (vs 0,6 mln PLN straty w 2020 r.). FE posiada bezpieczną pozycję finansową, która pozwala na finansowanie realizacji wielu projektów jednocześnie. Wartość otrzymanych zaliczek na produkcję i sprzedaż gier na koniec 4Q'21 wyniosła ponad 7,0 mln PLN. Spółka, pomimo wzrostu nakładów na nowe tytuły o większych budżetach, które będą miały premiery po 2021 roku, prowadzenia inwestycji w kolejne podmioty i w działalność sklepu Forever Limited, zwiększyła wartość posiadanych środków pieniężnych o 0,8 mln PLN r/r do kwoty 4,8 mln PLN na koniec 2021 roku (vs 3,2 mln PLN w 3Q'21).

W związku z przesunięciami premier, w tym najważniejszej „THotD”, powyższe wyniki odbiegają od naszych wcześniejszych założeń. Liczymy jednak, że z powodu późnień, kumulacja debiutów gier typu remake będzie miała miejsce w tym roku. W całym 2022r. zakładamy 5 premier, w tym wyżej wspomniany „THotD”, „Fear Effect Reinvented”, „FM1”, „PD2” oraz „Isabel Remake”. W całym 2022r. spodziewamy się, że segment remake wygeneruje 34,2 mln PLN, tym samym będzie odpowiedzialny za 57% całości przychodów. W związku z dalszym rozbudowywaniem zespołów, presją płacową oraz dzieleniem się przychodami z właścicielami IP oraz spółkami z grupy odpowiedzialnymi za produkcję spodziewamy się wzrostu kosztu wynagrodzeń o 13% r/r do poziomu 5,9 mln PLN oraz usług obcych o 109% r/r do poziomu 37,7 mln PLN. W całym 2022 roku prognozujemy 66,2 mln PLN przychodów, 21,7 mln PLN EBITDA oraz 16,8 mln PLN zysku netto.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22
Przychody	6,5	8,5	8,2	4,1	6,5	8,5	8,2	4,1	7,5	5,5	7,7	5,2	5,3	18,9	24,5	17,5
Zysk brutto ze sprzedaży	4,2	2,2	1,5	-0,3	4,2	2,2	1,5	-0,3	2,4	-1,8	1,6	-1,5	-1,0	5,1	7,9	8,5
EBITDA	4,5	2,7	1,9	0,1	4,5	2,7	1,9	0,1	2,8	-1,3	2,1	-1,4	-0,7	5,4	8,2	8,8
EBIT	4,2	2,5	1,6	-0,2	4,2	2,5	1,6	-0,2	2,6	-1,6	1,8	-1,7	-1,0	5,1	7,9	8,5
Wynik brutto	4,2	12,4	1,7	-0,3	4,2	12,4	1,7	-0,3	2,6	-0,6	2,0	-1,7	-1,0	5,1	7,9	8,5
Wynik netto	3,6	9,8	1,4	-0,6	3,6	9,8	1,4	-0,6	2,1	-0,6	1,6	-1,6	-1,2	4,1	6,7	7,2
marża brutto	64,9%	25,6%	17,7%	-7,7%	64,9%	25,6%	17,7%	-7,7%	31,6%	-32,3%	21,3%	-28,1%	-19,5%	26,8%	32,5%	48,7%
marża EBITDA	69,2%	32,1%	22,8%	1,5%	69,2%	32,1%	22,8%	1,5%	37,8%	-24,2%	26,8%	-26,1%	-14,0%	28,3%	33,7%	50,3%
marża EBIT	64,9%	28,9%	19,4%	-5,2%	64,9%	28,9%	19,4%	-5,2%	34,1%	-29,7%	23,0%	-31,9%	-19,5%	26,8%	32,5%	48,7%
marża netto	56,4%	114,8%	17,2%	-	56,4%	114,8%	17,2%	-14,2%	28,2%	-10,2%	20,6%	-29,9%	-21,7%	21,9%	27,2%	40,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2022-2031 [mln PLN]

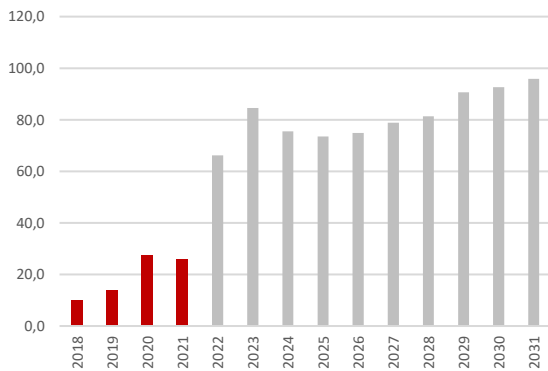
	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	9,8	13,7	27,3	25,8	66,2	84,6	75,4	73,5	74,8	78,8	81,3	90,7	92,7	95,8
Zysk brutto ze sprzedaży	3,0	2,9	7,5	0,8	20,5	20,0	20,4	20,1	20,0	20,7	20,9	23,8	23,6	23,9
EBITDA	3,9	5,6	9,2	2,2	21,7	21,2	21,6	21,3	21,1	21,9	22,0	24,9	24,8	25,1
EBIT	3,4	3,5	8,0	1,0	20,5	20,0	20,4	20,1	20,0	20,7	20,9	23,8	23,6	23,9
Wynik brutto	3,3	7,1	18,1	2,3	20,5	20,0	20,4	20,1	20,0	20,7	20,9	23,8	23,6	23,9
Wynik netto	3,3	6,4	14,3	1,6	16,8	16,4	16,7	16,5	16,3	17,0	17,1	19,6	19,5	19,8
marża brutto	30,7%	21,2%	27,5%	3,0%	31,0%	23,7%	27,0%	27,4%	26,7%	26,3%	25,7%	26,2%	25,5%	24,9%
marża EBITDA	40,2%	40,8%	33,5%	8,5%	32,7%	25,0%	28,6%	29,0%	28,2%	27,7%	27,1%	27,5%	26,8%	26,2%
marża EBIT	34,2%	25,4%	29,4%	4,0%	31,0%	23,7%	27,0%	27,4%	26,7%	26,3%	25,7%	26,2%	25,5%	24,9%
marża netto	33,5%	46,9%	52,3%	6,1%	25,4%	19,4%	22,2%	22,5%	21,8%	21,5%	21,1%	21,7%	21,1%	20,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

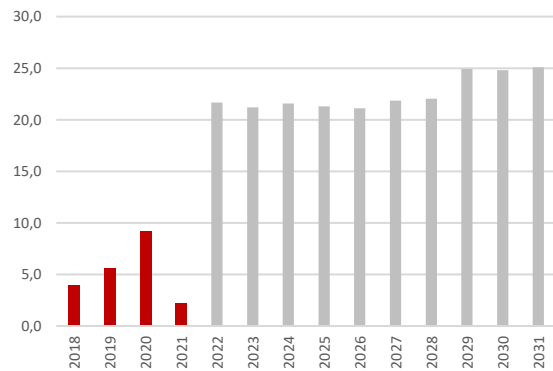
Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 01.09.2021 [mln PLN]

	2021			2022P			2023P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	38,7	25,8	-33,2%	54,1	66,2	22,4%	54,8	84,6	54,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	10,8	0,8	-92,9%	17,8	20,5	15,1%	17,5	20,0	14,4%
EBITDA	12,6	2,2	-82,6%	19,3	21,7	12,2%	18,7	21,2	13,3%
EBIT	11,4	1,0	-91,0%	18,1	20,5	13,2%	17,5	20,0	14,4%
Wynik brutto	12,5	2,3	-82,0%	18,1	20,5	13,2%	17,5	20,0	14,4%
Wynik netto	9,3	1,6	-83,1%	15,8	16,8	6,4%	15,2	16,4	7,9%
marża brutto	28,0%	3,0%		33,0%	31,0%		32,0%	23,7%	
marża EBITDA	32,6%	8,5%		35,7%	32,7%		34,2%	25,0%	
marża EBIT	29,5%	4,0%		33,5%	31,0%		32,0%	23,7%	
marża netto	23,9%	6,1%		29,1%	25,4%		27,8%	19,4%	
USD/PLN	3,829	3,862	0,9%	3,892	4,275	9,8%	3,848	4,460	15,9%

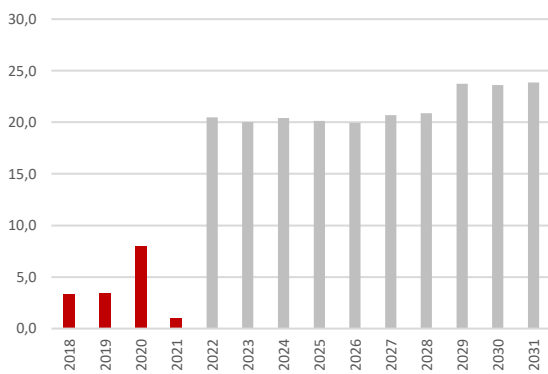
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody [mln PLN]


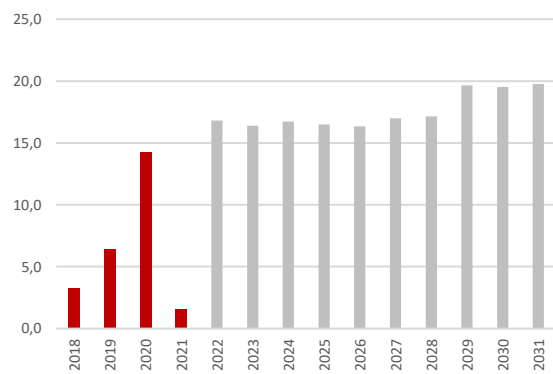
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]


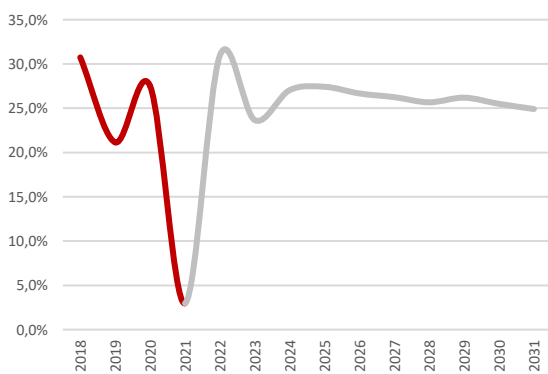
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]


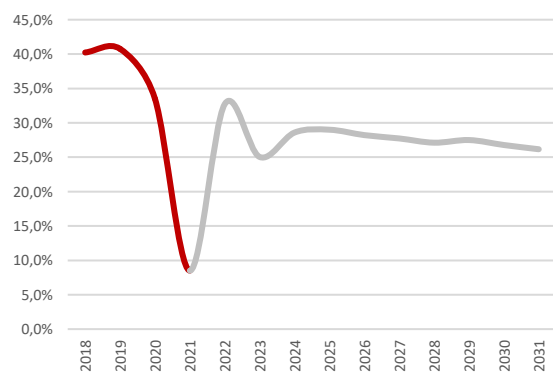
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]


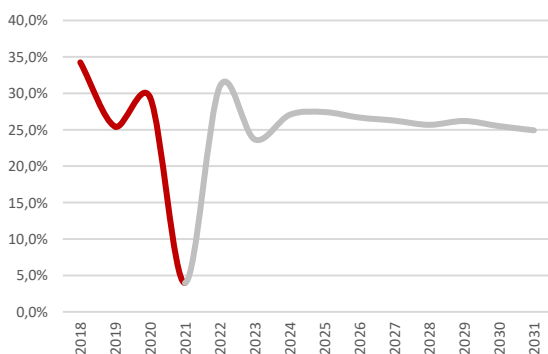
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 od 1Q'19

Marża brutto [%]


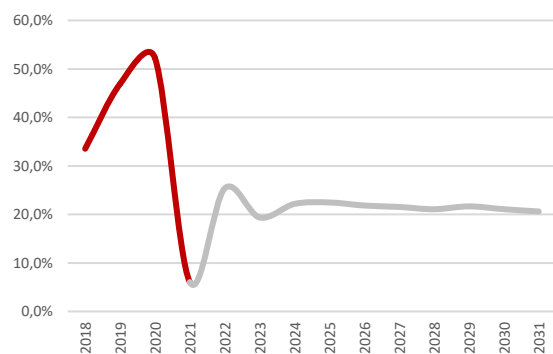
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Bilans [mln PLN]													
Aktywa trwałe	14,8	24,3	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,3	25,3	25,3	25,3
Wartości niematerialne	4,4	3,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Investycje długoterminowe	5,1	15,0	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5,1	5,8	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Aktywa obrotowe	4,9	11,3	18,7	41,8	52,8	54,2	58,5	59,0	60,5	61,1	65,4	65,6	66,4
Zapasy	1,3	1,7	5,3	11,4	8,5	10,3	11,7	13,3	15,0	16,9	18,9	21,2	23,6
Należności z tytułu dostaw i usług	2,4	4,0	5,4	9,1	16,1	13,8	14,1	14,8	15,6	16,1	17,9	18,2	18,8
Investycje krótkoterminowe	0,3	4,0	5,2	18,4	25,2	27,1	29,7	27,9	26,9	25,1	25,6	23,3	21,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,3	4,0	4,8	18,1	24,9	26,8	29,3	27,6	26,5	24,8	25,3	22,9	20,7
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,8	1,7	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Aktywa razem	19,6	35,6	44,0	67,0	78,0	79,4	83,7	84,2	85,7	86,3	90,6	90,9	91,7
Kapitał własny	16,6	30,6	31,8	47,9	51,7	56,1	60,0	59,9	60,5	60,7	63,2	63,1	63,3
Rezerwy na zobowiązania	0,7	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Zobowiązania długoterminowe	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	0,9	1,5	9,2	16,4	23,6	20,5	20,9	21,6	22,4	22,9	24,7	25,1	25,7
Pasywa razem	19,6	35,6	44,0	67,0	78,0	79,4	83,7	84,2	85,7	86,3	90,6	90,9	91,7
Rachunek zysków i strat [mln PLN]													
Przychody ze sprzedaży	13,7	27,3	25,8	66,2	84,6	75,4	73,5	74,8	78,8	81,3	90,7	92,7	95,8
Wynik brutto ze sprzedaży	2,9	7,5	0,8	20,5	20,0	20,4	20,1	20,0	20,9	20,9	23,8	23,6	23,9
EBITDA	5,6	9,2	2,2	21,7	21,2	21,6	21,3	21,1	21,9	22,0	24,9	24,8	25,1
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	1,2
EBIT	3,5	8,0	1,0	20,5	20,0	20,4	20,1	20,0	20,7	20,9	23,8	23,6	23,9
Wynik brutto	7,1	18,1	2,3	20,5	20,0	20,4	20,1	20,0	20,7	20,9	23,8	23,6	23,9
Wynik netto	6,4	14,3	1,6	16,8	16,4	16,7	16,5	16,3	17,0	17,1	19,6	19,5	19,8
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]													
CF operacyjny	11,1	3,4	1,1	15,2	20,5	15,4	16,2	15,9	16,5	16,4	18,8	18,5	18,5
CF inwestycyjny	-9,5	0,3	-0,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
CF finansowy	-2,2	-0,1	-0,1	-0,8	-12,6	-12,3	-12,6	-16,5	-16,3	-17,0	-17,1	-19,6	-19,5
CF netto	-0,6	3,7	0,8	13,3	6,8	1,9	2,5	-1,7	-1,1	-1,7	0,5	-2,3	-2,2
Środki pieniężne na początek okresu	0,7	0,3	4,0	4,8	18,1	24,9	26,8	29,3	27,6	26,5	24,8	25,3	22,9
Środki pieniężne na koniec okresu	0,3	4,0	4,8	18,1	24,9	26,8	29,3	27,6	26,5	24,8	25,3	22,9	20,7
Dynamiki / marże / wskaźniki													
Przychody zmiana r/r	40,1%	99,0%	-5,4%	156,2%	27,8%	-10,8%	-2,6%	1,9%	5,3%	3,1%	11,5%	2,2%	3,4%
EBITDA zmiana r/r	41,9%	63,6%	-76,0%	885,4%	-2,2%	1,8%	-1,2%	-0,9%	3,5%	0,8%	13,1%	-0,5%	1,0%
EBIT zmiana r/r	4,0%	130,4%	-87,2%	1896,7%	-2,3%	1,9%	-1,3%	-0,9%	3,7%	0,9%	13,8%	-0,5%	1,1%
Wynik netto zmiana r/r	95,9%	121,7%	-89,0%	972,2%	-2,4%	2,0%	-1,3%	-1,0%	3,9%	0,9%	14,6%	-0,6%	1,1%
Marża brutto na sprzedaży	21,2%	27,5%	3,0%	31,0%	23,7%	27,0%	27,4%	26,7%	26,3%	25,7%	26,2%	25,5%	24,9%
Marża EBITDA	40,8%	33,5%	8,5%	32,7%	25,0%	28,6%	29,0%	28,2%	27,7%	27,1%	27,5%	26,8%	26,2%
Marża EBIT	25,4%	29,4%	4,0%	31,0%	23,7%	27,0%	27,4%	26,7%	26,3%	25,7%	26,2%	25,5%	24,9%
Marża netto	46,9%	52,3%	6,1%	25,4%	19,4%	22,2%	22,5%	21,8%	21,5%	21,1%	21,7%	21,1%	20,6%
ROE	38,8%	46,7%	4,9%	35,1%	31,8%	29,8%	27,5%	27,3%	28,1%	28,2%	31,1%	31,0%	31,2%
ROA	32,8%	40,1%	3,6%	25,1%	21,0%	21,1%	19,7%	19,4%	19,8%	19,8%	21,7%	21,5%	21,5%
Dług netto [mln PLN]	0,0	-3,8	-4,7	-18,0	-24,8	-26,7	-29,2	-27,5	-26,4	-24,7	-25,2	-22,9	-20,7
Dług netto/Kapitał własny	0,3%	-12,4%	-14,9%	-37,6%	-48,0%	-47,6%	-48,7%	-45,9%	-43,7%	-40,7%	-39,9%	-36,3%	-32,7%
Dług netto/EBITDA	0,0	-0,4	-2,2	-0,8	-1,2	-1,2	-1,4	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8
Dług netto/EBIT	0,0	-0,5	-4,6	-0,9	-1,2	-1,3	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0	-0,9
EV [mln PLN]	142,3	138,5	137,5	124,3	117,5	115,6	113,0	114,8	115,8	117,6	117,0	119,4	121,6
CAPEX/Przychody	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CAPEX/Amortyzacja	9,2	0,0	0,1	1,0	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	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	0,0
Zmiana KO/Zmiana przychodów	0,7	0,1	1,8	0,1	-0,2	-0,3	-0,7	1,1	0,4	0,8	0,2	1,1	0,8
MC/S	10,4	5,2	5,5	2,1	1,7	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,6	1,5	1,5
P/E	22,1	10,0	90,8	8,5	8,7	8,5	8,6	8,7	8,4	8,3	7,2	7,3	7,2
P/BV	8,6	4,7	4,5	3,0	2,8	2,5	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2
P/CE	105,9	18,8	1,7	4,9	3,4	3,3	2,9	3,1	3,1	3,4	4,1	4,5	5,0
EV/EBITDA	25,4	15,1	62,6	5,7	5,5	5,4	5,3	5,4	5,3	5,3	4,7	4,8	4,9
EV/EBIT	40,8	17,2	134,0	6,1	5,9	5,7	5,6	5,7	5,6	5,6	4,9	5,1	5,1
EV/S	10,4	5,1	5,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3
BVPS	0,6	1,1	1,2	1,8	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3
EPS	0,2	0,5	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
CEPS	0,0	0,3	3,1	1,1	1,5	1,6	1,8	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,8	12,6	12,3	12,6	16,5	16,3	17,0	17,1	19,6	19,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	8,9%	8,6%	8,8%	11,6%	11,5%	11,9%	12,0%	13,8%	13,7%
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%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 5,23 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzystian Brymora

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Madziar

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

Kajetan Sroczynski

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	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 1Q'22*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	100%	3	100%
Akumuluj	0	0%	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.

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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową 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 24.03.2022 roku (08:00 CET). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 24.03.2022 roku:

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

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

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 zaistnieć 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.